L'OFFERTA A DISTANZA DI PRODOTTI FINANZIARI E DI SERVIZI DI INVESTIMENTO TRAMITE INTERNET

ROSANNA TALARICO

DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO COMMERCIALE
XV CICLO

UNIVERSITÀ L. BOCCONI – MILANO

Coordinatore – Ch.mo Prof. Giuseppe ZANARONE
Tutor – Ch.mo Prof. Paolo MONTALENTI

A Flavio e Claudio

Alla mia famiglia

Un particolare ringraziamento va al Ch.mo Prof. Paolo Montalenti per i preziosi suggerimenti e i consigli profusi, nonchè per la squisita disponibilità.

INDICE

INTRODUZIONE

1. Qualche riflessione di ordine generale. 1
2. I soggetti coinvolti nell'offerta a distanza di prodotti e servizi finanziari tramite *Internet*. 4
3. La strutturazione del lavoro. 7

PARTE PRIMA

CAPITOLO I: L'OFFERTA A DISTANZA COME "SPECIE" DEL GENERE OFFERTA FUORI SEDE.

1. Premessa. 11
2. L'evoluzione della disciplina. 12
3. L'offerta fuori sede. 15
    3.1. Ambito oggettivo di applicazione della disciplina. 18
        3.1.1. *segue*: L'offerta fuori sede di prodotti assicurativi da parte di enti creditizi. 22
        3.1.2. segue: La previsione di cui al quinto comma dell'art. 30 TUF. 26
    3.2. Ambito soggettivo di applicazione della disciplina. 29
    3.3. Rapporto tra offerta fuori sede e servizio di collocamento. 33
    3.4. L'obbligo di avvalersi di promotori finanziari. 34
    3.5. Lo *ius poenitendi* . 36
4. L'offerta a distanza: rapporto di specie a genere rispetto all'offerta fuori sede. 39
    4.1. Le ragioni della delega ex art. 32, comma 2 del TUF. 41

CAPITOLO II: L'OFFERTA A DISTANZA. DISCIPLINA NAZIONALE LEGISLATIVA E REGOLAMENTARE; DISCIPLINA COMUNITARIA.

1. La fattispecie legale. 43

2. Ambito oggettivo di applicazione della disciplina. 48

2.1. Le tecniche di comunicazione a distanza : requisiti. 50

2.1.1. *Internet* come tecnica di comunicazione a distanza. 53

3. Ambito soggettivo di applicazione della disciplina. 54

4. Lo *ius poenitendi:* rinvio. 57

5. La disciplina regolamentare "aggiuntiva": l'obbligo di avvalersi del promotore finanziario. 59

5.1. *segue*: Le modalità di adempimento degli obblighi informativi e di consegna. 62

6. La direttiva comunitaria sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari: le informazioni preliminari. 64

6.1. *segue*: Il diritto di recesso. 72

PARTE SECONDA

CAPITOLO III: NORMATIVE ULTERIORI CONNESSE ALL'UTILIZZO DI INTERNET NELL'OFFERTA A DISTANZA DI PRODOTTI E SERVIZI FINANZIARI.

1. Premessa. 81

2. La promozione ed il collocamento a distanza di prodotti finanziari e di servizi di investimento tramite *Internet*: qualche considerazioni di natura civilistica. 83

2.1. *segue:* la sollecitazione all'investimento. 86

2.2. *segue*: ulteriori questioni sulla sollecitazione all'investimento mediante utilizzo di un sito *Internet*. In particolare: l'impiego della firma digitale. 91

3. L'obbligo di utilizzo del promotore finanziario. 100

4. L'identificazione del cliente. 104

4.1. *segue*: la firma digitale e la disciplina antiriciclaggio. 107

5. Offerta di prodotti finanziari e servizi di investimento tramite *Internet:* il rispetto della privacy. 110

CAPITOLO IV: LE REGOLE DI COMPORTAMENTO NELLO SVOLGIMENTO DI SERVIZI DI INVESTIMENTO TRAMITE *INTERNET.*

1. Premessa. 115

2. Le regole di comportamento nella promozione e nel collocamento a distanza di prodotti finanziari e servizi di investimento tramite *Internet.* 119

3. Il conflitto di interessi. 123

4. Il profilo informativo: l'informativa iniziale da fornire al cliente. 128

5. L'acquisto delle informazioni dai clienti e la valutazione dell'adeguatezza. 135

6. Il servizio di negoziazione per conto terzi e quello di ricezione e trasmissione di ordini. 140

7. Conclusioni. 143

CAPITOLO V: LE OFFERTE A DISTANZA INTERNAZIONALI DI PRODOTTI FINANZIARI E DI SERVIZI DI INVESTIMENTO: IL PROBLEMA DEL FORO COMPETENTE E DELLA LEGGE APPLICABILE.

1. La promozione ed il collocamento di prodotti e servizi finanziari tramite *Internet:* l'offerta rivolta all'Italia. 147

2. Il problema del foro competente: il criterio generale. 152

2.1. *segue*: la competenza giurisdizionale in materia di contratti conclusi dai consumatori in ambito comunitario. 156

2.2. L'*exequatur* della decisione emessa da parte di un organo giudiziario comunitario. 158

3. Le previsioni in tema di misure ulteriori giudiziali ed extragiudiziali della Direttiva concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori. 160

3.1. *segue:* Il ricorso extragiudiziale. 164

4. Il problema della legge applicabile. 169

4.1. *segue:* I criteri della Convenzione di Roma e le previsioni della Direttiva n. 2002/65/CE sulla legge applicabile. 171

4.2. L'applicabilità extraterritoriale del diritto finanziario e della giurisdizione statunitense. 176

4.2.1. *segue:* il principio di stretta territorialità. 180

4.2.2. *segue:* le varie dottrine in materia di applicazione extraterritoriale della giurisdizione adottate dalle Corti americane. 183

4.2.3. *segue:* dottrina e giurisprudenza sull'applicazione extraterritoriale delle *Securities Laws*. Conclusioni. 186

CONCLUSIONI

1. L'offerta a distanza come specie dell'offerta fuori sede: una scelta criticabile. 193

2. *Internet*: opportunità e minacce per l'offerta a distanza di prodotti finanziari e di servizi di investimento. 194

3. *Internet* nell'offerta a distanza di prodotti finanziari e servizi di investimento: problemi di coordinamento con ulteriori e distinte discipline di settore. 197

4. *Internet* ed offerta a distanza: l'internazionalizzazione dei mercati, i problemi connessi ed il ruolo delle Autorità di controllo del mercato. 199

5. L'offerta a distanza di prodotti e servizi finanziari tramite *Internet:* verso la creazione di una Commissione europea del mercato dei valori mobiliari? 204

INTRODUZIONE

1. Qualche riflessione di ordine generale.

La rivoluzione informatica, che da qualche tempo caratterizza le tecnologie dell'informazione e della comunicazione, ha introdotto un dinamismo crescente nelle relazioni economiche e nella flessibilità dei mercati finanziari.

I *networks* elettronici, dei quali *Internet* rappresenta l'esempio più rilevante, offrono, infatti, una nuova dimensione operativa caratterizzata da una capillare diffusione delle informazioni, dall'offerta di diversi servizi e prodotti, nonché da una facilità di accesso a costi contenuti sia per il c.d. uomo della strada, sia per operatori qualificati, quali, ad esempio gli intermediari finanziari.

Il mutamento dei rapporti intersoggettivi che ne deriva mette in luce l'inadeguatezza della disciplina nazionale, tanto legislativa che regolamentare, rispetto al profilarsi di nuove fattispecie.

Si pone, dunque, un'esigenza di intervento legislativo e/o regolamentare, la cui strutturazione ed ampiezza non risultano di facile determinazione.

Deve essere ricercata, infatti, un'equilibrata mediazione tra interessi in parte confliggenti: da un lato, la libertà di iniziativa economica, che non dovrebbe incontrare pesanti ostacoli normativi; dall'altro lato, l'esigenza di tutela dell'investitore che, al contrario, può richiedere proprio interventi limitativi della stessa autonomia di iniziativa economica.

Oltre che su un piano nazionale, si presentano problemi a livello di disciplina comunitaria ed internazionale. Accanto ai vantaggi offerti dall'utilizzo delle nuove tecnologie in termini di drastica riduzione dei costi di transazione e dei tempi operativi, nonché di annullamento degli spazi[1], si deve, infatti, segnalare il vuoto normativo e regolamentare che si è venuto a creare, con il conseguente pericoloso *deficit* di tutela internazionale degli investitori e dell'efficienza e trasparenza dei mercati finanziari.

---

[1] Per un'analisi più puntuale su tali aspetti, cfr. DE LAURENTIS, *Il ruolo dell'information technology*, in AA. VV., *Manuale di Marketing bancario*, a cura di SCOTT W.G., Torino, 1995; CAPARVI R., *La banca verso il 2000. Profili istituzionali, gestionali e di mercato*, Bologna, 1997; MARTINI M., *L'impatto delle tecnologie informatiche sull'industria bancaria e sui mercati finanziari*, in *Economia italiana*, 1999, n° 2, p. 353 ss.; AA. VV., *Internet banking. Tecnologia, economia e diritto*, a cura di RIOLO F. – MASCIANDARO D., Edibank, 2000; Banca d'Italia, *Relazione sull'esercizio 1999. Considerazioni finali*, Roma, 2000.

Le diverse legislazioni nazionali sono, pertanto, chiamate a modernizzare gli istituti giuridici già esistenti in una prospettiva globale.

Globalizzazione[2] più *Internet* significa, nella maggior parte dei casi, rivoluzione nel rapporto tra economie di mercato e sistema giuridico, con conseguente destatualizzazione delle regole, incertezze di disciplina sostanziale della fattispecie e sempre più evidenti problemi di dislocazione delle funzioni amministrative di pubblico controllo delle attività private.

In tale contesto, i *regulators*[3], chiamati a svolgere la loro azione di *enforcement*, devono affrontare, in ambito transfrontaliero, i problemi nascenti dal « commercio virtuale » dei prodotti e servizi finanziari offerti tramite percorsi cibernetici[4], nonché adattare il loro controllo sull'operatività degli intermediari finanziari.

Per lo studioso della materia appare interessante non solo analizzare la normativa di riferimento, ma anche e soprattutto interrogarsi sulla stessa legittimità dello svolgimento di attività finanziarie tramite *Internet* rispetto alla tutela dell'integrità dei mercati finanziari.

È innegabile, infatti, che l'accesso per via telematica ai mercati esteri può ingenerare una spirale di frammentazione e di ribasso della qualità delle negoziazioni presso il mercato borsistico nazionale.

L'accresciuta competizione fra piazze finanziarie, inoltre, può dar vita a fenomeni di concorrenza anche tra diverse discipline

---

[2] Sul rapporto intercorrente tra globalizzazione e diritto, si vedano, tra gli altri, GROSSI P., *Globalizzazione, diritto, scienza giuridica*, in *Foro it.*, 2002, n. 5, c. 151 ss.; FERRARESE M. R., *Il "puzzle" costituzionale della globalizzazione*, in *Quaderni costituzionali*, 2002, n. 3, p. 603 ss. Per un'analisi dei profili economici sul tema della globalizzazione, cfr: RODRIK D., *Symposium on Globalisation in Perspective: An Introduction*, in *Journal of Economics Perspectives*, 1998, n. 4; LINDERT P. – WILLIAMSON J.G., «Globalisation: A Long History», saggio presentato alla *Conferenza annuale della Banca Mondiale sullo sviluppo economico*, Barcellona, Word Bank, 25-27 giugno 2001; OBSTEFELD M. – TAYLOR A.M., «Globalisation and Capital Markets», *NBER Working Papers*, n. 8846, mar. 2002; WATERS M., *Globalisation*, New York, Routledge, 2001.

[3] Con tale termine si intendono le Autorità pubbliche che sovrintendono al controllo del mercato finanziario o di altri settori di rilevante interesse.

[4] Particolare attenzione assume il nuovo ruolo assunto dagli intermediari finanziari che si avvalgono in maniera sempre più ampia dell'ausilio della rete delle reti, realizzando una sorta di smaterializzazione delle istituzioni finanziarie di tipo tradizionale, che sfugge alla normativa di riferimento. Sul tema, cfr. PIETRABISSA E., *La banca specialista : una via (quasi) obbligata*, in *Bancaria*, 1997, n° 11; MATHEWS J. – GIUSTI E., *I canali distribuitivi alternativi delle banche : il call center e il telephone banking*, in *Banche e banchieri*, 1999, n° 2; SALVATICI A., *La banca virtuale*, in *Banche e banchieri*, 1996, n° 2; BAIETTA L., *La banca virtuale. I riflessi della caduta del muro*, in *Bancaria*, 1996, n° 9.

nazionali, con conseguenti e pericolosi processi di *déplacement* delle sedi sociali verso territori con legislazioni più *souples*, che certo non garantiscono un elevato livello di tutela dell'investitore.

Proprio con riferimento alla protezione giuridica di quest'ultimo soggetto, il discorso che precede può essere sintetizzato come segue: l'esistenza del mercato finanziario impone esigenze di tutela degli investitori, la tutela si traduce in una serie di restrizioni e previsioni regolamentari; tali previsioni risultano parzialmente inadatte o incomplete rispetto alla nuova fenomenologia dovuta all'utilizzo di *Internet* nel settore finanziario, la nuova fenomenologia incide direttamente sulla microstruttura dei mercati finanziari[5], mettendone a rischio la stessa integrità ed efficienza[6]; l'alterata integrità ed efficienza del mercato finanziario si ripercuote sulla tutela dell'investitore: è necessario pertanto intervenire su un piano giuridico, sempre ché si ritengano all'uopo inefficienti gli automatici meccanismi di aggiustamento del mercato.

---

[5] Cfr. O' HARA M., *Market Microstructure Theory*, 1997, Oxford, UK, p. 190, secondo cui : « *there is some evidence that such alternative mechanisms are succeeding in diverting order flow from the single-clearing exchange mechanism ... such a segmented market equilibrium raises intriguing, and important, question about the stability and performance of the overall market. One such question is the effect of market segmentation on market liquidity...* ».

[6] L'abbattimento delle barriere all'entrata nell'industria dei servizi di intermediazione induce anche operatori marginali ad affacciarsi sul mercato ed a compiere una sorta di « arbitraggio normativo », incorporandosi in quegli Stati che offrono loro una regolamentazione più favorevole. La fuga di imprese verso Stati con legislazioni meno restrittive può innescare una sorta di corsa al ribasso, spingendo gli altri Stati ad adeguare la propria normativa in senso più favorevole alle imprese, al fine di conservare i relativi introiti fiscali. Ne deriva un generalizzato abbassamento del livello di regolamentazione, con conseguente minore tutela degli investitori. Per la letteratura sull'argomento, cfr. ROMANO R., *The genius of American Corporate Law*, AEI Press, Washington DC, 1993; id., *The State Competition Debate in Corporate Law*, in *Cardozo Law Review*, 1977, n° 8, p. 709 ss.; CARY W.L., *Federalism & Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, in *Yale Law Journal*, 1974, n° 83, p. 663 ss., al quale si deve la teoria della « *race to the bottom* ». Tra i lavori più importanti che affrontano il tema della concorrenza tra ordinamenti (e quindi, le eventuali *race to the top* o *to the bottom che ne derivano*), con particolare riferimento al diritto societario e dei mercati finanziari, cfr., inoltre, CHOI S.J. – GUZMAN A.T., *Portable Reciproty:Rethinking the International Reach of Securities Regulation*, in *S. Cal. L. Rev.*, 1998, p. 903 ss.; COFFEE J.C. JR., *Market Failure and The Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, in *Va. L. Rev.*, 1984, p. 717 ss.; FOX M.B., *The issuer choice debate*, in *Theoretical Inquires L.*, 2001, p. 563 ss.; ROMANO R., *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, in *Yale L.J.*, 1998, p. 2359 ss.; WINTER R., *State Law, Shareholder Protetion, and The Theory of the Corporation*, in *Jour. Legal Stud.*, 1977, p. 254 ss.; VENTORUZZO M., *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2003, part. Cap. II, ove si esaminano le teorie basate sulla *regulatory competition*.

Occorre, quindi, chiarezza e precisa definizione di regole di principio con riferimento alla complessa dialettica tra libertà di iniziativa economica e normative di garanzia volte a salvaguardare l'investitore, che si trova a interagire con il mondo virtuale di *Internet*.

2. I soggetti coinvolti nell'offerta a distanza di prodotti e servizi finanziari tramite *Internet*.

L'offerta a distanza di servizi d'investimento e di prodotti finanziari[7] – della quale ci occuperemo in dettaglio in prosieguo – è uno tra i tanti istituti giuridici interessati dalla rivoluzione tecnologica e, in particolare, dall'utilizzo di *Internet*, quale ausilio al suo svolgimento. *Internet* consente, infatti, di raggiungere un vasto pubblico, anche su scala internazionale, diminuendo i tempi di collocamento dei prodotti o servizi finanziari; essa favorisce, inoltre, processi di capitalizzazione a costi più ridotti e consente una diffusione delle informazioni di natura societaria e finanziaria potenzialmente su scala mondiale[8].

L'impiego della rete, tuttavia, non costituisce solo una semplice modalità di svolgimento del servizio finanziario, ma coinvolge profondamente le relazioni intersoggettive tra investitori ed emittenti o proponenti i prodotti e servizi finanziari.

A tali soggetti, devono aggiungersi gli intermediari finanziari ed i *providers* che, pur non rientrando nelle tradizionali categorie degli attori di mercato, traggono dall'utilizzo della rete una serie di

---

[7] L'offerta a distanza è disciplinata dall'art. 32 del TUF (Testo unico della finanza, d. lgs. 58/1998) e, in sede regolamentare, dal libro IV del regolamento Consob n. 11522/1998 (così come modificato con delibere n. 11745 del 19 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), agli articoli 71-77.

[8] Esistono diversi modi attraverso i quali é possibile diffondere notizie ed informazioni tramite *Internet*. Il modo più usato consiste nell'immettere l'informazione sul *World Wide Web:* i « visitatori » del sito possono accedere all'informazione, « scaricarla » sul proprio *personal computer* per stamparla o rielaborarla, utilizzare le informazioni secondo delle modalità interattive (*hyperlinks*). Un secondo modo di diffondere notizie è costituito da *Usernet*, ovvero dai c.d. *newsgroups*, che raccolgono informazioni volontariamente immesse nella rete da chi vi abbia interesse. Gli argomenti proposti dai *newsgroups* possono essere discussi nell'IRC (*Internet Relate Chat*) attraverso le *« chat rooms »*. Un ulteriore meccanismo di diffusione delle informazioni è rappresentato dalla posta elettronica o *e-mail* che consente una comunicazione individualizzata. Infine, attraverso i *« personal broadcast networks »*, le informazioni immesse in rete sono trasmesse ai soggetti collegati in maniera automatica, quando gli utenti attivano il collegamento alla rete (*push media*).

opportunità e benefici, influenzando a loro volta la struttura delle piazze finanziarie.

Non meno rilevante l'impatto di *Internet* sull'azione dei *regulators* [9], poiché tutte le forme classiche di violazione della normativa legislativa e regolamentare in materia di intermediazione finanziaria sono più facilmente perpetrabili attraverso l'utilizzo della rete, che consente degli interventi rapidi ed in forma anonima.

Si pensi, per esempio, ad offerte di strumenti finanziari fasulli da parte di «operatori fraudolenti »[10] che, una volta operata la raccolta di mezzi finanziari tra il pubblico, spariscono dalla rete.

Queste ed altre ipotesi devono essere arginate da parte delle *Autority* di controllo del mercato finanziario attraverso un'azione di monitoraggio del *World Wide Web* per individuare quelle operazioni il cui carattere fraudolento appare manifesto[11].

Peraltro, ci si può chiedere se tale azione di controllo sia legittimata dall'assenza di una regolamentazione del mezzo *Internet*, o se, piuttosto, sia necessario un preliminare intervento legislativo per delineare i limiti entro i quali l'attività delle Autorità di controllo possa incidere sull'operatività delle diverse offerte presenti in rete. Senza dubbio, legittima è la creazione di un sito *Web*[12] con il quale fornire ai risparmiatori una serie di dati relativi all'informativa societaria, agli albi tenuti dalle stesse Autorità di vigilanza, alla normativa, alle decisioni, raccomandazioni e pronunce delle

---

[9] Nel termine *regulators*, d'ora in avanti, comprenderemo sia i legislatori sia le autorità di vigilanza. Tali soggetti, pur non essendo attivi sul mercato in senso tradizionale, ne influenzano nondimeno il funzionamento, attraverso interventi volti a prevenire il compimento di frodi a danno dei risparmiatori.

[10] L'espressione « operatori fraudolenti » è mutuata dall'articolo di DE LORENZO M. – FABRIZIO S., *Le recenti evoluzioni della disciplina sullo svolgimento dei servizi di intermediazione finanziaria on-line tramite Internet: una prima analisi*, in *Dir. inf.*, 1999, p. 473 ss., cui si rimanda per un'ampia trattazione sui benefici e problemi dovuti all'utilizzo di *Internet*.

[11] Ad oggi, tra le *Autority* che si sono dotate di strutture in grado di individuare siti attraverso i quali si propongono delle operazioni in contrasto con la propria disciplina nazionale, si segnala la Cob francese.

[12] Di medesimo avviso anche lo IOSCO, che ha direttamente invitato le Autorità di mercato a dotarsi di un proprio sito, cfr. *Atti della XXII Assemblea annuale IOSCO*, Taipei 2-7 novembre 1997. Tra i principali siti delle Autorità nazionali di controllo si segnalano : per gli Stati Uniti, U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), http://www.sec.gov; per la Gran Bretagna, Financial Services Autority (FSA), http://www.fsa.gov.uk; per la Francia, Commission des Opérations de Bourse (COB), http://www.cob.fr; per la Germania, Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, http://www.bawe.de; per la Spagna, Comision Nacional del Mercado de Valores (CNMV), http://www.cnmv.es; e, per l'Italia, il sito della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), http://www.consob.it .

medesime Autorità, agli *annual reports*, nonché alle frodi attuate a mezzo *Internet*, con la conseguente « svalutazione del capitale reputazionale[13] » dei soggetti che le hanno perpetrate.

I soggetti emittenti i prodotti finanziari possono trarre dall'utilizzo della rete, come già specificato, dei vantaggi in termini di riduzione dei costi globali nella raccolta del capitale di rischio[14].

Dal canto loro, gli investitori, tramite l'impiego di *Internet*, quale veicolo di diffusione delle informazioni, beneficiano di una riduzione delle asimmetrie informative[15], grazie anche alla possibilità di confrontare, attraverso i *related links*, i dati disponibili sul *net* a costi praticamente nulli. Tuttavia, gli stessi investitori, soprattutto quelli non qualificati[16], si trovano ad operare in un contesto innovativo[17], le cui caratteristiche tecniche di elevata rapidità ed interazione possono indurre alla conclusione di negozi ed investimenti non proprio ponderati. Da ciò l'esigenza di una tutela elevata, o almeno adeguata alle peculiarità della rete.

---

[13] La svalutazione del cd. « capitale reputazionale » appartiene alla tesi secondo la quale la reputazione di un soggetto (intermediario o emittente) assume particolare importanza in ipotesi di autoregolamentazione. Attraverso l'adozione di codici di autocondotta, infatti, tanto più il mercato risulta non regolamentato, tanto più le uniche forme di tutela per le controparti sono proprio rappresentate dall'autoregolamentazione. In un mercato molto competitivo, il « gioco ripetuto » di frodi comporta una svalutazione del « bene reputazionale » del soggetto che agisce, con la conseguente uscita dal mercato dello stesso per la perdita di fiducia nei suoi confronti da parte degli altri operatori. Ovviamente, in ipotesi di comportamento « mordi e fuggi », il soggetto non ha alcun interesse alla costituzione e al mantenimento del proprio « capitale reputazionale ». Per la letteratura sul « capitale reputazionale » e sul rapporto fra autoregolamentazione e reputazione, si v. rispettivamente SHAPIRO C., *Premium for high quality products as returns to reputations*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1983, n. 98, p. 659 ss.; SCARPA C., *The theory of quality regulation and self-regulation : Towards an application to financial markets*, 1997, mimeo.

[14] Tramite *Internet*, infatti, le asimmetrie informative tra emittente ed investitore possono essere fortemente ridotte; le commissioni dovute al collocamento degli strumenti finanziari emessi possono essere contenute; parimenti i costi relativi all'informativa obbligatoria (si pensi all'invio del prospetto informativo a chiunque ne faccia richiesta in caso di sollecitazione del pubblico risparmio ex. artt. 94 e ss. del TUF) possono essere abbattuti grazie all'utilizzo della rete. Inoltre, l'opportunità offerta all'emittente di raggiungere un vasto pubblico di potenziali investitori spinge il sistema verso un processo di disintermediazione crescente, i cui effetti, probabilmente, non tarderanno a farsi sentire.

[15] In tema, cfr. COFFEE J.C., *Brave new world, The impact(s) of the Internet on modern Securities Regulation*, in *Business Lawyer*, 1997, 52, p. 1195 ss.

[16] L'investitore qualificato si può definire come un investitore consapevole per l'elevato grado di conoscenza della materia finanziaria e per l'elevata professionalità.

[17] Tale contesto raggruppa problematiche proprie di qualsiasi contratto concluso per via telematica, che vanno dalla validità della firma elettronica, alla conservazione dei documenti informatici, nonché alla determinazione della legge applicabile e/o del foro competente. In argomento, cfr. FABRIZIO S., *Conclusione dei contratti per via telematica*, in *Il diritto del mercato mobiliare*, a cura di RABITTI BEDOGNI C., Milano, 1997.

In relazione, poi, alla categoria degli intermediari finanziari[18], si assiste ad un processo di delocalizzazione che pone problemi in termini di legge applicabile e/o di giurisdizione competente nei casi della c.d. offerta transfrontaliera di servizi di investimento e di prodotti finanziari.

Inoltre, la dematerializzazione degli scambi accentua le difficoltà relative alla garanzia delle transazioni effettuate tramite *Internet*, poiché non esiste un sistema di amministrazione accentrata, liquidazione, compensazione e garanzia, pari a quello che caratterizza i mercati finanziari ufficiali.

Pertanto, se gli operatori fraudolenti[19] sono un fenomeno noto alle Autorità di vigilanza, è tuttavia innegabile che l'utilizzo della rete amplia le possibilità offerte agli stessi, mettendoli in contatto con un elevato numero di soggetti, in maniera rapida e a bassi costi.

Di conseguenza, la sicurezza dei risparmiatori ne risulta minacciata, soprattutto laddove si vengano a formare circuiti di transazioni *over the counter*, il cui effetto concorrenziale rispetto alle piazze ufficiali risulta contenuto, in ragione dei maggiori rischi insiti nella fase di esecuzione del contratto perfezionato, ma pur sempre potenziale.

3. La strutturazione del lavoro.

Data la complessità ed il tecnicismo dell'argomento da trattare, il presente lavoro si compone di due parti.

La prima parte, di carattere strettamente istituzionale, è diretta a delineare la normativa legislativa e regolamentare in tema di offerta fuori sede e di offerta a distanza. Essa si propone di analizzare il nucleo fondamentale della disciplina dell'offerta a distanza nell'ambito dell'ordinamento giuridico italiano. Ciò presuppone, ovviamente, un'indagine dettagliata della disciplina dell'offerta fuori sede, che rappresenta il "genus" della "species" offerta a distanza.

---

[18] Per la disciplina dei soggetti abilitati, si v. gli artt. 5 ss. del TUF, nonché le disposizioni del regolamento CONSOB concernente la disciplina degli intermediari, adottato dalla stessa CONSOB con delibera n. 11522/1998 e successivamente modificato con delibere n. 11745 del 19 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.

[19] Sul tema degli illeciti compiuti a mezzo *Internet*, cfr. MAGNI S. – SPOLIDORO M.S., *La responsabilità degli operatori in Internet : profili interni ed internazionali*, in *Dir. inf.*, 1997, p. 61 ss; BUFFA F., *Internet e criminalità,. Finanza telematica off-shore*, Milano, 2001.

Data la dimensione internazionale del tema, si affronterà, inoltre, l'esame della recente disciplina comunitaria sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori (direttiva n. 2002/65/CE), non trascurando, peraltro, l'indagine delle discipline di altri ordinamenti giuridici, limitatamente agli aspetti di nostro interesse.

Fornito, così, un quadro complessivo della disciplina vigente e della sua possibile evoluzione, la seconda parte del lavoro ha come oggetto la disamina dei servizi di investimento che possono essere offerti tramite *Internet*: dalla promozione e collocamento a distanza, al *trading on line*, al servizio di consulenza, e così via.

Oltre a precisare le caratteristiche proprie ad ogni servizio, ci si soffermerà puntualmente sui problemi che l'utilizzo di *Internet* comporta: innanzitutto, le regole comportamentali e gli obblighi giuridici posti a carico degli intermediari finanziari presuppongono, per il loro rispetto, una determinata strutturazione dell'«offerta virtuale» che deve essere necessariamente specificata: ci si soffermerà, in particolare, sull'informazione da fornire all'investitore, nonché sulla strutturazione del sito che deve essere tale da non contenere opzioni di conferma per semplice *default* dell'offerta proposta via *Internet*.

In secondo luogo, si procederà ad una disamina delle ulteriori discipline connesse all'utilizzazione del *net* (*privacy*, antiriciclaggio, firma digitale) che possono "interferire" con quella dell'offerta a distanza e devono, quindi, essere richiamate, seppure succintamente.

Da ultimo, l'aspetto transfrontaliero dell'offerta a distanza di prodotti finanziari e di servizi di investimento tramite *Internet* pone il problema della legge applicabile e del foro competente, che non puó essere certo trascurato, data la rilevanza e le implicazioni a livello di rapporti internazionali del medesimo.

Non mancheranno, per dovere di completezza, cenni di natura comparativa riguardanti misure di tutela preventiva attuate o proposte in altri ordinamenti giuridici, come pure non verrà tralasciata la possibilità di creare un'Autorità di vigilanza Europea, con relativo sistema europeo di "filtro" nell'accesso alla rete da parte dei soggetti proponenti l'offerta in *Internet*.

PARTE PRIMA

CAPITOLO I

L'OFFERTA A DISTANZA COME "SPECIE" DEL GENERE OFFERTA FUORI SEDE.

Sommario: 1. Premessa. – 2. L'evoluzione della disciplina. – 3. L'offerta fuori sede.- 3.1. Ambito oggettivo di applicazione della disciplina – 3.1.1. *segue*: L'offerta fuori sede di prodotti assicurativi da parte di enti creditizi. - 3.1.2. *segue*: La previsione di cui al quinto comma dell'art. 30 TUF. - 3.2. Ambito soggettivo di applicazione della disciplina. – 3.3. Rapporto tra offerta fuori sede e servizio di collocamento. – 3.4. L'obbligo di avvalersi di promotori finanziari. – 3.5. Lo *ius poenitendi*. – 4. L'offerta a distanza: rapporto di specie a genere rispetto all'offerta fuori sede. – 4.1. Le ragioni della delega ex art. 32, comma 2 del TUF.

1. Premessa.

L'analisi della disciplina concernente l'offerta a distanza non può prescindere da un preliminare esame delle disposizioni in materia di offerta fuori sede.

L'individuazione del rapporto intercorrente tra i due istituti giuridici permette, infatti, di affrontare compiutamente alcune tematiche: prima fra tutte, la questione relativa alla possibilità di colmare eventuali vuoti normativi creati dall'avvento di *Internet* mediante un'interpretazione estensiva delle norme vigenti; in secondo luogo l'opportunità o meno di rimuovere alcuni dei limiti alla potestà regolamentare attribuita alla Consob, laddove si accertasse l'assoluta autonomia, almeno da un punto di vista concettuale[1], delle due fattispecie.

Il superamento dell'attuale qualificazione in termini di rapporto di specie a genere dell'offerta a distanza rispetto all'offerta fuori sede consentirebbe, infatti, di ampliare il margine di azione conferito per delega al potere regolamentare dell'Autorità di vigilanza del mercato, la quale potrebbe, in tal modo, introdurre nuove fattispecie, più consone alla realtà odierna, in rapida ed incessante evoluzione.

Pur trattandosi di una prospettiva *de iure condendo*, e quindi molto aleatoria, la stessa non può certo essere trascurata, soprattutto alla luce di nuove tipologie che richiedono una chiara

[1] Le interrelazioni e sovrapposizioni fra disposizioni normative sono proprie di ogni branca del diritto, anche fra quegli istituti giuridici fra loro apparentemente distanti, quanto ad interessi tutelati e a scopi perseguiti.

regolamentazione, in mancanza di qualsivoglia previsione normativa in ordine all'utilizzo di nuove tecnologie.

Peraltro, l'analisi della disciplina dell'offerta fuori sede permette di individuare alcune disposizioni, la cui applicazione all'offerta a distanza di servizi di investimento e di prodotti finanziari mediante la rete telematica risulta foriera di dubbi, atteso il carattere peculiare dei mezzi di comunicazione impiegati.

2. L'evoluzione della disciplina.

Storicamente, la disciplina dell'offerta fuori sede e quella dell'offerta a distanza hanno incontrato notevoli cambiamenti. Anche solo da un punto di vista terminologico, non si può certo affermare che il settore dell'« intermediazione mobiliare » (legge 2 gennaio 1991, n. 1), ovvero dei « servizi di investimento » (d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415), ovvero dell' « intermediazione finanziaria » (Testo Unico 24 febbraio 1998, n. 58 o TUF) non abbia subito modifiche che, peraltro, registrano tutt'oggi notevoli adattamenti.

Originariamente, la « sollecitazione del pubblico risparmio effettuata mediante attività anche di carattere promozionale *svolta in luogo diverso da quello adibito a sede legale o amministrativa principale, dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamento* [2]di cui all'art. 18 *ter*, co 3, del d.l. 8 aprile 1974, n. 95, convertito, con modificazioni, dalla l. 7 giugno 1974, n. 216...» è stata concepita come un'autonoma attività di intermediazione mobiliare (art. 1, comma 1, lett. *f)*, l. 1/91).

In seguito, a partire dall'entrata in vigore del d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. decreto Eurosim), il legislatore ha abbandonato tale definizione, facendo tesoro delle critiche dottrinali[3] sollevate quasi ad unanimità contro una siffatta qualificazione.

La dottrina aveva anche fatto notare, fra le tante obiezioni, che la « sollecitazione porta a porta » non risultava coperta dalle previsioni della direttiva 93/22/Cee sui servizi di investimento[4] [5] e

---

[2] Corsivo aggiunto.

[3] Cfr. ASSOGESTIONI, *L. 2 gennaio 1991 n. 1, Quaderni di documentazione e ricerca*, n. 7, Roma, 1991, p. 25 ss.; in tema di configurazione dell'offerta fuori sede come autonoma attività di intermediazione mobiliare, si veda inoltre, in senso critico, LENER R., *Forma contrattuale e tutela del contraente « non qualificato » nel mercato finanziario*, Milano, 1996, p. 155 ss., spec. p. 176.

[4] Ai sensi dell'ottavo considerando, infatti, « la vendita a domicilio e le sollecitazioni a domicilio dei valori mobiliari non devono essere contemplati dalla ... direttiva e devono essere disciplinati dalle disposizioni nazionali ».

che, quindi, era inopportuno qualificare l'attività di sollecitazione a domicilio come autonomo servizio di investimento.

Si è passati, dunque, dalla « sollecitazione all'investimento » all' «offerta fuori sede »[6] ed il cambiamento non è stato solo terminologico, poiché l'offerta fuori sede viene ora concepita come una semplice « modalità » di svolgimento dei servizi di intermediazione mobiliare propriamente intesi[7].

Per quanto concerne l'offerta a distanza, la previsione di cui di cui all'art. 24 del decreto Eurosim – che prevedeva la possibilità di svolgere la promozione o il collocamento di servizi d'investimento o strumenti finanziari tramite *tecniche di comunicazione a distanza* – era rimasta lettera morta, poiché il regolamento Consob, che avrebbe dovuto disciplinarne la fattispecie[8], non era stato mai emanato.

Il Testo Unico sull'Intermediazione Finanziaria o TUF[9], entrato in vigore il 1° luglio 1998, ha comunque mutuato la fattispecie dell'offerta a distanza di cui al citato art. 24 del decreto Eurosim, demandando alla Consob il compito di disciplinarne in dettaglio l'istituto.

---

[5] Sul punto, cfr. FERRARINI G., *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento. Temi e problemi*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 627 ss.; MARCHETTI P., *Problemi in tema di commercializzazione di strumenti e servizi di investimento*, in *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di FERRARINI G. – MARCHETTI P., Roma, 1998, p. 206 ss.; ZITIELLO L., *L'offerta fuori sede di strumenti finanziari e di servizi di investimento*, *ibid.*, pp. 237 e 245; SMARGIASSI M., *Le innovazioni del decreto Eurosim in materia di offerta fuori sede ed il ruolo dei promotori finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1997, I, p. 694 ss.

[6] Si veda l'art. 22 del decreto Eurosim ed il regolamento Consob n. 10943/1997.

[7] Per la letteratura in argomento, si vedano, tra gli altri, FERRARINI G., *Novità e problemi del decreto Eurosim*, in *Banca e borsa*, 1996, I, p. 884; RABITTI BEDOGNI C., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di CAPRIGLIONE F., Padova, 1997, *sub* art. 22, p. 189; COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 1997, p. 72. Non sembra, invece, convincente l'affermazione secondo la quale l'offerta fuori sede sarebbe una specie del servizio di collocamento (cfr. CAMPOBASSO G.F., in *L'eurosim – D. Lgs. 23 luglio 1996, n. 415. Commentario*, a cura di CAMPOBASSO G.F., Milano, 1997, *sub* art. 1, p. 9). Su tale punto, si ritornerà in seguito.

[8] Peraltro, la Consob aveva negato, in diverse comunicazioni, la possibilità di avvalersi di tecniche di comunicazione a distanza: cfr. Comunicazione Consob 5573/1997, con la quale era stata rifiutata la possibilità di ricevere ordini relativi ad offerte pubbliche di acquisto tramite il *phone banking;* comunicazioni Consob 5769/1996 e 11645/1997, dove *Internet* era stato contemplato solo come strumento pubblicitario; comunicazione Consob 8280/1996, nella quale si prevedeva la mera diffusione su *Internet* di prospetti informativi, senza iniziative pubblicitarie e senza alcuna forma di attività promozionale; comunicazione Consob 12019/1997, con la quale si rifiutava la possibilità di ricorrere alla banca telefonica per operazioni di successiva sottoscrizione di azioni di SICAV.

[9] D. lgs. n. 58/1998 che, d'ora in avanti, verrà citato con la sigla di cui sopra.

E l'Autorità di vigilanza del mercato, con grande tempismo, ha adottato una serie di regolamenti tra cui anche quello del 1° luglio 1998, n. 11522, concernente la disciplina degli intermediari finanziari.

Detto regolamento, oltre a dedicare alcune disposizioni all'offerta fuori sede[10], disciplina nel Libro IV, in attuazione della delega di cui all'art. 32, comma 2, TUF, ed in conformità dei principi stabiliti nell'art. 30 dello stesso TUF, la promozione e il collocamento a distanza di servizi di investimento e di prodotti finanziari[11] [12].

Attualmente, pertanto, entrambe le fattispecie dell'offerta fuori sede e dell'offerta a distanza sono disciplinate dal TUF rispettivamente agli articoli 30 e 32, nonché dal citato regolamento n. 11522/1998, così come modificato dalle successive delibere Consob[13].

Il TUF ha introdotto un'importante novità in materia di offerta fuori sede, poiché ne ha al contempo esteso, per certi versi, e ristretto, per altri, l'ambito di applicazione[14].

Sempre con riferimento all'offerta fuori sede, il d. lgs. n. 58/1998 (TUF) ne ha ribadito la disciplina sostanziale, sia per quanto concerne l'obbligo di avvalersi di promotori finanziari, sia per quanto riguarda la regola sull'inapplicabilità della stessa disciplina alle offerte indirizzate verso investitori professionali[15].

---

[10] Articoli 35 e 36.

[11] Si vedano gli artt. 71-77.

[12] Nell'ordinamento francese, l'offerta a distanza corrisponde all'Istituto del *démarchage financier*, disciplinato agli artt. L 342-1 e ss. del Code monétaire et financier.

[13] 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.

[14] Per un commento alla previsione di cui all'art. 30 del TUF e alle sue differenze rispetto alla normativa anteriore, cfr. ZITIELLO L., *La disciplina dei contratti nel testo unico dell'intermediazione finanziaria*, in *Contratti*, 1998, p. 171 ss.; id., *Commento all'art. 30*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di BELLI F. –MAZZINI F. – TEDESCHI R., Milano, 1998, pp. 51-53; LAICATA NAPOLEONI, *Il testo unico dei mercati finanziari*, in *Gazzetta giuridica*, suppl. al n. 17 del 30 aprile 1998 – Anno VI, 12 ss.; DI CHIO G., *D.Lgs. 58/1998. Gli intermediari: il sistema di vigilanza e l'esercizio dei servizi di investimento*, in *Società*, 1998, p. 513 ss.

[15] La categoria degli investitori professionali è individuata all'art. 31, comma 2, del regolamento Consob n. 11522/1998, ai sensi del quale sono investitori qualificati : « *gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica*

Per il resto, non si segnalano particolari elementi di novità, giacché le disposizioni in materia di offerta fuori sede sono riprese integralmente rispetto alla vecchia disciplina, sebbene con qualche modifica letterale.

3. L'offerta fuori sede.

L'art. 30, comma 1, TUF, statuisce il concetto di offerta fuori sede, ricomprendendovi due distinte ipotesi : a) la promozione e il collocamento presso il pubblico di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento ; b) la promozione e il collocamento presso il pubblico di servizi di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio.

Elementi costitutivi della fattispecie sono quindi: a) lo svolgimento dell'attività di promozione e collocamento di strumenti finanziari e/o servizi di investimento presso il pubblico; b) il fatto che tale attività sia svolta in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento.

Per quanto possa sembrare di chiara determinazione, il primo elemento richiede alcune specificazioni.

Dalla formulazione della norma[16] sembrerebbe che l'attività di promozione, preliminare alla conclusione del negozio giuridico, non sia idonea da sola ad integrare la fattispecie dell'offerta fuori sede. Quest'ultima richiederebbe, ai fini della propria sussistenza, non solo lo svolgimento di un'attività promozionale, ma anche un vero e proprio collocamento, vale a dire un'attività diretta alla conclusione di un negozio giuridico che trasferisca la titolarità di strumenti finanziari dall'ente emittente al soggetto investitore, o che permetta la fruizione di un servizio di investimento da parte del soggetto oblato, in ipotesi di offerta fuori sede di servizi di investimento.

Tuttavia, nonostante l'uso della congiunzione "e" nell'inciso "promozione e collocamento", unanime dottrina[17] ritiene che per la

---

competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante ».

[16] Ci si riferisce, in particolare, all'utilizzo della congiunzione « e » nell'inciso « promozione e collocamento ».

[17] In tal senso, PATRONI GRIFFI A., *L'offerta fuori sede*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di PATRONI GRIFFI A. – SANDULLI M. – SANTORO V., Torino,

qualificazione dell'offerta fuori sede sia sufficiente anche il solo collocamento o, cosa più ardua da dimostrare, la sola promozione. In tal senso, parrebbero, infatti, deporre alcuni indici letterali quale, ad esempio, l'utilizzo della disgiuntiva « o » nell'art. 30, comma 1, lett. a) e b), del TUF[18].

Per quanto concerne il secondo elemento costitutivo della fattispecie, l'identificazione del *luogo diverso* dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento, presuppone la specificazione dei concetti di sede legale e di dipendenza.

Mentre la determinazione della sede legale non presenta particolari problemi, la portata del concetto di « dipendenza » richiede un chiarimento, essendo la nozione del tutto estranea alla nostra tradizione civilistica[19].

La Consob è intervenuta sul punto, specificando all'art. 25, comma 1, lett. *e)*, regolamento n. 11522/1998, che per dipendenza deve intendersi: « *una sede, diversa dalla sede legale dell'intermediario autorizzato, costituita da una stabile organizzazione di mezzi e persone, aperta al pubblico, dotata di autonomia tecnica e decisionale, che presta in via continuativa servizi di investimento e, nel caso delle società di gestione del risparmio e delle Sicav, il servizio di gestione collettiva del risparmio* »[20].

Pertanto, sebbene tale concetto sia stato elaborato con riferimento ai soli intermediari incaricati della promozione e del collocamento, ad esso ci si deve riferire anche per le dipendenze di una società emittente.

1999, p. 234; RABITTI BEDOGNI C., in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, cit., *sub* art. 22, p. 191; ZITIELLO L., *op. ult. cit.*, p. 246 ss.

[18] Si veda, infatti, l'art. 30, comma 1, lett. *a)* e *b)*, ai sensi del quale : «*Per offerta a distanza si intendono la promozione e il collocamento: a) di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze ... del soggetto incaricato della promozione o del collocamento; b) di servizi di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio* ».

[19] Di parere analogo, cfr. PAGNONI E., in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA G. – CAPRIGLIONE , I, *sub* art. 30, Padova , 1998, p. 324.

[20] Tale concetto è stato ulteriormente specificato dalla Consob con comunicazione n. DI/98068214 del 21 agosto 1998, in *Bollettino Consob*, 1998, fasc. 8, p. 39, nella quale si sottolinea che gli elementi caratterizzanti la nozione di dipendenza devono essere considerati congiuntamente, e si forniscono, inoltre, indicazioni di dettaglio in merito a cosa debba intendersi per « *stabile organizzazione di mezzi e di persone* »; per « *autonomia tecnica e decisionale* »; per « *apertura al pubblico* » e per « *prestazione in via continuativa di servizi di investimento* ».

La Consob non ha esitato, infatti, ad impiegare alcuni dei criteri di cui al citato art. 25 anche con riferimento a tale ultima ipotesi[21].

Individuati, così, gli elementi costitutivi della fattispecie, non resta che delinearne la disciplina.

Quest'ultima si sostanzia nella previsione di un diritto di recesso a favore dell'investitore nei contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali, la cui *ratio* è quella di tutelare il soggetto che si trova ad essere sollecitato nel proprio domicilio alla conclusione di negozi giuridici a contenuto finanziario.

Il diritto di ripensamento riconosciuto all'investitore dalla data di sottoscrizione del contratto, ed esteso anche all'ipotesi di contratti collocati nell'ambito di un'offerta a distanza[22], consentirebbe, dunque, al medesimo una migliore ponderazione delle proprie scelte di investimento.

Accanto alla previsione dello *ius poenitendi*, tema sul quale si ritornerà in prosieguo, la tutela dell'investitore è garantita anche attraverso l'obbligo, posto a carico dei soggetti abilitati allo svolgimento dell'offerta fuori sede, di avvalersi dell'opera di promotori finanziari (art. 31, comma 1, TUF).

Detto obbligo è sancito anche dall'art. 36 del reg. Consob n. 11522/1998[23], il quale prevede l'impiego di promotori finanziari per tutta una serie di ipotesi (tra cui, per esempio quelle previste agli articoli 28 e 29 del medesimo regolamento relativi rispettivamente alle informazioni fra intermediari e investitori e alla valutazione dell'adeguatezza delle operazioni), il cui contenuto verrà esaminato in relazione alle diverse fattispecie, limitatamente ai casi in cui ricorre l'obbligo di avvalersi del promotore finanziario.

---

[21] Cfr. Comunicazione Consob n. DIN/ 58349 del 28 luglio 2000.

[22] Si v. la previsione di cui all'art. 30, comma 6, TUF.

[23] Così come modificato dalle successive Delibere Consob 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.

3.1. Ambito oggettivo di applicazione della disciplina.

Ai sensi dell'articolo 30, comma 1, lettere *a*) e *b*), TUF, l'offerta fuori sede ha come oggetto, *prima facie,* gi strumenti finanziari[24] e i servizi di investimento[25].

Come nella disciplina precedente[26], ove il riferimento era anche agli « strumenti finanziari »[27] (così come definiti all'art. 1, comma 1, decreto Eurosim) e ai « servizi di investimento »[28] (così come definiti all'art. 1, comma 3, decreto Eurosim)[29], l'oggetto dell'offerta fuori sede è delineato, dunque, con riferimento al suo contenuto "finanziario", comune ad entrambe le categorie richiamate, atteso che i servizi di investimento riguardano le sole attività aventi come oggetto strumenti finanziari[30].

Il carattere lucrativo di questi ultimi li distingue, per esempio, dai mezzi di pagamento che, *ope legis*, sono esclusi dalla specie

---

[24] La definizione di strumenti finanziari è data dall'art. 1, comma 2, TUF, secondo la quale per «strumenti finanziari» si intendono: « a) le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali; b) le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali; c) le quote di fondi comuni di investimento; d) i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario; e) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti indicati nelle precedenti lettere, e i relativi indici; f) i contratti «*futures*» su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; g) i contratti di scambio a pronti e a termine (*swaps*) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (*equity swaps*), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; i) i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi di interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; j) le combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere». Il comma 3 specifica che per «strumenti finanziari derivati» devono intendersi gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere f), g), h), i) e j). Il quarto comma, infine, prevede che « i mezzi di pagamento non sono strumenti finanziari».

[25] Ai sensi dell'art. 1, comma 5, TUF, sono servizi di investimento le seguenti attività, quando hanno per oggetto strumenti finanziari: « a) negoziazione per conto proprio; b) negoziazione per conto terzi; c) collocamento, con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi; e) ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione».

[26] Articolo 22 decreto Eurosim.

[27] Art. 22, comma 1, lett. *a)*, d. lgs. 415/1996.

[28] Art. 22, comma 1, lett. *b)*, d. lgs. 415/1996.

[29] Sul punto, si rinvia a quanto specificato da ZITIELLO L., *L'offerta fuori sede di strumenti finanziari e di servizi di investimento,* in *AA. VV., La riforma dei mercati finanziari, dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza,* a cura di FERRARINI G. - MARCHETTI P., Milano, 1998, p. 215 ss., in particolare p. 248 ss.

[30] Si veda nota n. 25.

"strumenti finanziari"[31], non possedendone intrinsecamente le medesime qualità.

L'identificazione dell'oggetto dell'offerta fuori sede, tuttavia, non è affatto semplice, poiché il nono comma dello stesso art. 30, modificando la normativa previgente, specifica che la disciplina in esame «si applica anche ai prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari e[32] dai prodotti indicati nell'art. 100, comma 1), lett. *f)*».

Nonostante l'uso della congiunzione « e », il comma prevede due distinte ipotesi.

La prima di esse - i prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari - amplia l'ambito oggettivo di applicazione della fattispecie; la seconda ipotesi - i prodotti finanziari diversi dai prodotti di cui all'art. 100, comma 1, lett *f)*, TUF – concretizza, come si spiegherà in seguito, una vera e propria clausola *ad excludendum*.

In base alla prima ipotesi, l'ambito oggettivo di applicazione della disciplina dell'offerta fuori sede è esteso ad ogni forma di investimento avente natura finanziaria[33].

Ciò si può agevolmente comprendere richiamando la previsione di cui all'art. 1, lettera *u)*, TUF, che definisce i prodotti finanziari come categoria comprendente « gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria ».

Si ricava, pertanto, che l'espressione « prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari », di cui all'art. 30, comma 9, TUF, significa in sostanza « ogni altra forma di investimento di natura finanziaria ». Di conseguenza, si può affermare che l'offerta fuori sede concerne, dal punto di vista oggettivo, i prodotti finanziari e i servizi di investimento, poiché la categoria dei prodotti finanziari include, per previsione normativa, gli strumenti finanziari e ogni altro investimento di natura finanziaria.

La seconda ipotesi, invece, limita il campo di applicazione della disciplina dell'offerta fuori sede in relazione al prodotto.

Per dimostrare tale assunto, occorre leggere in maniera coordinata le previsioni di cui al nono comma, art. 30 TUF, e al primo comma, lettera *f)*, art. 100 dello stesso Testo Unico.

Quest'ultima norma disciplina i casi di inapplicabilità delle disposizioni in materia di appello al pubblico risparmio[34], tra i quali

---

[31] Si veda il quarto comma dell'articolo 1 TUF.

[32] Grassetto aggiunto.

[33] Si tratta di quella categoria residuale che forma oggetto della sollecitazione all'investimento di cui agli artt. 94 ss. TUF.

rientra anche quello (di cui alla lettera *f)* del suo primo comma) relativo alle sollecitazioni all'investimento «aventi ad oggetto prodotti finanziari emessi da banche[35], diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni, ovvero prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione».

« I prodotti finanziari diversi dai prodotti indicati all'art. 100, comma 1, lettera *f)* » sono, pertanto, prodotti distinti da quelli bancari ed assicurativi.

Ciò significa che la disciplina del mercato mobiliare sull'offerta fuori sede non si applica ai prodotti finanziari emessi da banche ed ai prodotti assicurativi, ma solamente ai prodotti finanziari non qualificabili come tali, nonché alle azioni e agli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni emesse da banche.

La *ratio* di tale esclusione risiederebbe, secondo una parte maggioritaria della dottrina[36], nella natura del prodotto (e/o del soggetto emittente), rispetto al quale la sottoposizione alla vigilanza da parte della Banca d'Italia o dell'ISVAP garantirebbe in ogni caso la tutela dell'investitore.

L'attività di promozione e/o collocamento fuori sede di prodotti e servizi bancari da parte di enti creditizi è sottoposta, infatti, alla c.d.normativa Bankitalia[37].

---

[34] La disciplina della sollecitazione all'investimento mediante appello al pubblico risparmio, dettata dagli artt. 94 ss. TUF, si sostanzia in una serie di obblighi informativi, e nella redazione di un prospetto da sottoporre all'esame della Consob prima dell'inizio della sollecitazione.

[35] Si pensi, per esempio, alle obbligazioni, ai certificati di deposito oppure alle cambiali finanziarie.

[36] Cfr., fra gli altri, RABITTI BEDOGNI C., *sub* art. 30, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria, Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58,* a cura di RABITTI BEDOGNI, Milano, 1998, p. 252 ss.; PATRONI GRIFFI A., *L'offerta fuori sede,* in *Intermediari finanziari mercati e società, op. cit.*, p. 241.

[37] Tale disciplina è attualmente dettata dalla Banca d'Italia nelle proprie Istruzioni di Vigilanza (Circolare 21 aprile 1999, n. 229, pubblicata sul supplemento straordinario alla G.U. n. 119 del 24 maggio 1999 – Serie Generale), nella Sezione III (*Attività bancaria fuori sede*) del Capitolo 2 (*Succursali di banche e società finanziarie*) del Titolo III (*Struttura*). Ai sensi di tale normativa, come attività fuori sede deve intendersi «l'attività svolta dalla banca in luogo diverso dalla sede legale o dalle proprie succursali», laddove la succursale è definita come «un punto operativo permanente, anche se non operante in via continuativa, che svolge direttamente con il pubblico, in tutto o in parte, l'attività della banca». Si ricorda che, sempre ai sensi della normativa Bankitalia, rientrano nella definizione di succursale «gli sportelli ad operatività particolare» (vale a dire quelli stagionali, saltuari, quelli di cassa autorizzati ai sensi della l. n. 125 del 23 maggio 1959), mentre non vi rientrano « a) le apparecchiature di "*home banking*" nonché gli sportelli automatici (A.T.M. o P.O.S) presso i quali non è presente personale della banca; *b)* gli uffici amministrativi anche quando ad essi ha accesso la clientela; *c)* i punti operativi temporanei presso fiere, mercati, mostre e manifestazioni a carattere occasionale».

Secondo le previsioni di quest'ultima, «le banche possono effettuare fuori sede attività di promozione dei propri prodotti e servizi bancari e finanziari, nonché dei prodotti di terzi nei confronti dei quali svolgono un servizio di intermediazione, utilizzando, oltre ai canali pubblicitari, i propri dipendenti e promotori finanziari, nonché altre SIM e le rispettive reti di promotori finanziari, imprese ed enti di assicurazione e i rispettivi agenti assicurativi».

Pertanto, il collocamento fuori sede di prodotti e servizi bancari e finanziari, ai sensi delle disposizioni Bankitalia, può essere effettuato dalle banche utilizzando i propri dipendenti e promotori finanziari, nonché altre banche o Sim e le rispettive reti di promotori finanziari.

È consentito, inoltre, alle banche di impiegare come collocatore, per le operazioni di credito al consumo, il fornitore del bene per il quale si effettua l'affidamento, nonché di «collocare prodotti e servizi, al di fuori delle proprie succursali, anche mediante imprese ed enti di assicurazione e i rispettivi agenti assicurativi, sulla base di apposita convenzione fra la banca e l'impresa o ente di assicurazione. La convenzione dovrà limitare l'operatività degli agenti o dei dipendenti assicurativi a prodotti standardizzati, ossia caratterizzati da modelli contrattuali predefiniti dalla banca con clausole non modificabili; nel caso di operazioni di finanziamento il contratto deve prevedere che la valutazione del merito creditizio resti di esclusiva competenza della banca; inoltre, le assicurazioni o gli agenti di assicurazione non devono avere un potere dispositivo o conclusivo nei confronti della banca»[38].

Oltre alle previsioni sui soggetti legittimati a promuovere e collocare fuori sede i prodotti e servizi bancari, la normativa Bankitalia detta, ai paragrafi 2.2 e 2.3., alcune regole concernenti rispettivamente la gestione dell'attività e la trasparenza delle condizioni contrattuali[39].

---

[38] Istruzioni di Vigilanza per le banche, Titolo III (*Struttura*), Capitolo 2 (*Succursali di banche e società finanziarie*), Sezione III (*Attività bancaria fuori sede*), par. 2.1, Aprile 1999.

[39] Ai sensi del par. 2.3, della normativa Bankitalia: « Per i prodotti per i quali le banche si avvalgono della rete distributiva di altri soggetti, dovrà risultare da apposita dichiarazione sottoscritta dal cliente la consegna ovvero la presa visione della documentazione prevista dalla disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari in materia di pubblicità preventiva delle condizioni contrattuali (cfr. Tit. X, Cap. 1, delle presenti Istruzioni)...». Il Titolo X, Cap. 1, oltre a prevedere disposizioni di carattere generale sulle fonti normative, sui destinatari della disciplina, sulla forma, il contenuto e le modalità della pubblicità, detta alcune regole sulla forma dei contratti e sulle modifiche delle condizioni contrattuali che appare opportuno, per esigenze di completezza, richiamare brevemente. Per

Fra tali regole, è opportuno richiamare quelle relative ai dipendenti che svolgono fuori sede l'attività di collocamento[40], i quali sono tenuti a comportarsi secondo i canoni della diligenza, correttezza e professionalità, e a mantenere la riservatezza in ordine alle informazioni relative alla clientela di cui siano venuti a conoscenza nell'esercizio della loro attività[41].

Stante la previsione di tali cautele, la sottrazione dei prodotti finanziari emessi e collocati da banche alla disciplina dell'offerta fuori sede non appare insensata, né fonte di pericolosi vuoti normativi.

3.1.1. *segue*: l'offerta fuori sede di prodotti assicurativi da parte di enti creditizi.

Per espressa previsione del nono comma dell'art. 30 TUF, i prodotti finanziari emessi da banche, ad eccezione delle azioni e degli strumenti finanziari che permettono di acquistare o sottoscrivere azioni, e i prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione sono esclusi, come già argomentato, dall'ambito di applicazione della disciplina dell'offerta fuori sede, sia per quanto riguarda lo *ius poenitendi*, sia per quanto concerne l'obbligo di avvalersi del promotore finanziario[42].

Tuttavia, l'esclusione *de qua* non interferisce sulla possibilità di offrire fuori sede tali prodotti, che non risulta preclusa né agli enti creditizi, né tantomeno alle imprese di investimento.

---

quanto concerne la forma dei contratti, il par. 1, sez. III, cap. 1, tit. X, delle Istruzioni di Vigilanza, prevede che « I contratti relativi alle operazioni e ai servizi sono redatti per iscritto ed un loro esemplare deve essere consegnato ai clienti (...). Per quanto attiene i requisiti di forma e contenuto dei contratti relativi ai servizi di investimento si applicano le disposizioni del Regolamento Consob che ne disciplina l'esercizio ». Per quanto riguarda le modifiche contrattuali (par. 2, sez. III, cap. 1, tit. X, normativa Bankitalia), la possibilità di variarle in senso sfavorevole al cliente « deve essere espressamente indicata nel contratto con clausola approvata specificamente dal cliente », il quale, « entro quindici giorni dal ricevimento della comunicazione scritta, ovvero delle comunicazioni nelle altre forme previste, ha diritto di recedere dal contratto senza penalità e di ottenere, in sede di liquidazione del rapporto, l'applicazione delle condizioni precedentemente praticate... ».

[40] Ai sensi del par. 2.2, secondo periodo, della normativa Bankitalia: « Per l'attività fuori sede svolta dai propri dipendenti, la banca deve assumere ogni iniziativa volta a rendere i soggetti che svolgono tale attività identificabili dalla clientela come rappresentanti della banca... ».

[41] Par. 2.2 della normativa Bankitalia.

[42] Sull'esclusione con riferimento ai prodotti bancari collocati fuori sede da parte di enti creditizi, cfr. PEDRETTI L., I *servizi finanziari e bancari* on line: *normative di riferimento. Disciplina della promozione e del collocamento a distanza dei prodotti e dei servizi bancari da parte delle banche*, in *Dir. della banca e del mercato finanziario*, 2001, n. 1, p. 77 ss.

Con riferimento ai prodotti bancari, si è già visto come le banche, nel collocarli fuori sede, devono rispettare le previsioni dettate in materia dalla Banca d'Italia.

La distribuzione fuori sede di prodotti assicurativi da parte degli stessi enti non risulta vietata[43], ma deve essere inquadrata nell'ambito delle vigenti norme ISVAP[44], anche di quelle che regolano il collocamento di prodotti assicurativi tramite *Internet*[45].

Ai sensi della circolare ISVAP n. 241/95, affinchè un ente creditizio possa promuovere e collocare prodotti assicurativi, deve limitarsi ad offrire solo prodotti standardizzati, e deve sussistere a monte un impegno contrattuale tra la compagnia di assicurazione e l'ente creditizio[46].

Oltre a tali cautele generali, la banca che distribuisca a distanza prodotti assicurativi deve anche rispettare le previsioni di cui alla circolare ISVAP n. 393/D del 17 gennaio 2000, tra le quali quella relativa al diritto di recesso[47], particolarmente interessante ai nostri fini.

---

[43] Circolare ISVAP n. 241/95 sulla distribuzione di polizze assicurative tramite sportelli bancari, seconda la quale è legittimo «il collocamento di prodotti assicurativi attraverso operatori diversi da quelli preposti in via principale allo svolgimento dell'attività di intermediazione (imprese, agenti e brokers), purché gli stessi prodotti siano "standardizzati" e sussista a "monte" un impegno contrattuale assunto con un agente, o un broker, oppure direttamente con un'impresa che così, risponda, ex artt. 1228 e 2049 c.c., dell'operato di tali canali "alternativi" o "integrativi"».

[44] L'ISVAP, istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo, è un ente dotato di personalità giuridica di diritto pubblico. Istituito con legge del 12 agosto 1982, n. 576, esso esercita funzione di vigilanza nei confronti delle imprese di assicurazione e riassicurazione, nonché di tutti gli altri soggetti sottoposti alla disciplina sulle assicurazioni private, compresi gli agenti e i mediatori di assicurazione.

[45] Circolare ISVAP n. 393/D del 17 gennaio 2000.

[46] Come la stessa circolare prevede, il contratto stipulato deve assicurare il ruolo puramente esecutivo dell'ente creditizio, «mero detentore di proposte di assicurazione da sottoporre alla sottoscrizione degli assicurandi e, eventualmente, esattore dei relativi premi», nonché «la diretta responsabilità della compagnia nei confronti di assicurandi e assicurati per l'attività svolta attraverso l'ente creditizio». La circolare specifica, inoltre, che al canale distributivo in esame non si applicano le norme in tema di contratto di agenzia (art. 1742 c.c. e ss.) e di brokeraggio (l. 28 novembre 1984 n. 792) relative all'impossibilità di rappresentare le compagnie e/o gli assicurandi. Per quanto concerne il carattere della standardizzazione, la circolare specifica, al suo punto 4, che tale è «il prodotto al quale accedono garanzie o clausole non modificabili da parte del dipendente dell'ente creditizio». In ordine, poi, all'emissione delle polizze definitive, si prevede che essa sia di pertinenza della compagnia di assicurazione, o, in via di rappresentanza, degli agenti di assicurazione a ciò autorizzati (punto 5). La compagnia di assicurazione può anche avvalersi, a tal fine, dei locali bancari, ma si vede obbligata (punto 5, in fine) a dislocare il proprio personale presso l'ente creditizio oppure a predisporre un servizio di collegamento informatico che «fornisca necessarie garanzie di protezione da interferenze interne allo stesso ente creditizio».

[47] Si veda il punto 4.7 della circolare in esame.

Il diritto di recesso, (di cui all'art. 111 del d.lgs. 174/95), è attribuito solo per il caso di offerta fuori sede di polizze di assicurazione sulla vita[48], e può essere esercitato entro trenta giorni dal momento in cui il contraente è informato della conclusione del contratto[49].

La *ratio* di tale previsione è quella di proteggere il contraente più debole, attraverso uno strumento di autotutela (il recesso *ad nutum*) che gli attribuisce appunto un termine congruo (30 gg.) per valutare i contenuti della polizza assicurativa[50].

Rispetto allo *ius poenitendi* di cui all'art. 30 TUF, si noti come il termine sia più ampio (30 gg. contro i 7 gg. previsti dal comma 6 dell'art. 30 TUF) e come, analogamente alla disposizione del TUF, il diritto di recesso intervenga sia a fattispecie negoziale già perfezionata, sia con riferimento alle proposte contrattuali[51].

L'esistenza di una regolamentazione pubblicistica, che prescrive in sostanza le medesime o addirittura più ampie garanzie (*ius poenitendi* e impiego di operatori di elevata e sicura professionalità nel contatto con la clientela) di quelle dettate in tema

---

[48] Il diritto di cui trattasi è stato introdotto per la prima volta in materia di assicurazione sulla vita dall'art. 16 d. lgs. 515/92, attuativo della seconda direttiva « vita » n. 90/619/CEE, il cui testo è stato sostanzialmente riprodotto nell'art. 111 d. lgs. 174/95.

[49] Sul rapporto intercorrente tra diritto di recesso e momento di conclusione del contratto, si rinvia a BRAVO F., *Il collocamento di prodotti assicurativi tramite Internet*, Giuffrè, 2001, p. 162 ss.

[50] Per un approfondimento ulteriore di tali aspetti, cfr. BALZANO A., *La nuova disciplina del contratto di assicurazione introdotta dai d. lgs. nn. 174 e 175 del 17 marzo 1995*, in *Giur. sist. Dir. civ. e comm.*, (fondata da Bigiavi, diretta da Alpa G. – Bessone M.), *I contratti in generale, aggiornamento 1991-1998*, Torino 1998, p. 1517. Sulla configurazione del diritto di recesso come una sorta di diritto al ripensamento, e quindi esercitabile « arbitrariamente », con il solo limite del rispetto del requisito temporale, cfr. DE POLI, *Commento agli artt. 109-112 del d. lgs. 174/95*, in *La nuova disciplina dell'impresa di assicurazione sulla vita in attuazione della terza direttiva*, a cura di PARTESOTTI G. – RICOLFI M., Padova, 2000, p. 870.

[51] La circolare ISVAP n. 393/D del 17 gennaio 2000 specifica, infatti, che « deve essere anche riconosciuto ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 112 del d. lgs. 174/95, il diritto di revoca della proposta di assicurazione sulla vita, inteso come possibilità di interrompere l'iter di formazione del contratto prima dell'avvenuta conclusione dello stesso ». Sulla spettanza del diritto di revoca della proposta contrattuale anche in capo al contraente, condividiamo appieno la tesi sostenuta da BRAVO F., *op. cit.*, p. 175, secondo la quale l'irrevocabilità della proposta contrattuale in materia di assicurazione sulla vita è da considerarsi definitivamente abrogata *ope legis*, tanto per la compagnia, tanto per il contraente più debole. Pertanto, la tutela di quest'ultimo è assicurata anche in una fase precontrattuale, poiché non avrebbe « molto senso tener ferma una proposta contrattuale formulata dal contraente e, nel contempo, prevedere la possibilità che questi receda unilateralmente dal vincolo contrattuale successivamente instaurato, a prescindere da ogni indagine sulle cause ».

di offerta fuori sede (*ex* art. 30 TUF), sembra giustificare la previsione di cui al nono comma dell'art. 30 TUF, che rende inapplicabile la disciplina dell'offerta fuori sede ai prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione.

Qualche rilievo critico deve, tuttavia, essere mosso almeno su un punto.

Come si è già detto, per le assicurazioni contro i danni non è previsto il diritto di recesso[52].

La tutela del contraente debole è lasciata, in tale ipotesi, all'iniziativa dell'impresa di assicurazione che valuta l'opportunità di introdurre contrattualmente il diritto di recesso; inoltre, qualora esso fosse introdotto, lo stesso sarebbe esercitabile solo con riferimento ad un negozio già perfezionatosi e non anche alla fase precontrattuale[53].

Sarebbe, pertanto, auspicabile un intervento dell'ISVAP più incisivo, il quale tenga conto della considerazione che il collocamento fuori sede o a distanza di prodotti assicurativi presenta gli stessi rischi tanto per il ramo «vita» che per il ramo «danni», per la peculiarità con la quale vengono distribuiti i prodotti.

Se è vero che gli attuali prodotti di assicurazione sulla vita presentano profili di complessità maggiori rispetto ai prodotti del ramo danni[54], non può essere trascurato il potenziale pericolo in

---

[52] Ai sensi dell'ultimo paragrafo, punto 4.7, circolare ISVAP n. 393/D del 17 gennaio 2000, infatti: « per le assicurazioni contro i danni, per le quali il d. lgs. 175/95 non prevede il diritto di recesso, questo Istituto ritiene di richiamare l'attenzione delle imprese sulla opportunità di introdurre comunque tale diritto, in considerazione della sua particolare funzione di tutela in presenza di forme di collocamento a distanza ».

[53] La circolare rimane, infatti, silente sul diritto di revoca di cui al terzo paragrafo del punto 4.7, che viene riconosciuto quindi solo con riferimento alle proposte di assicurazione sulla vita.

[54] Il ramo vita ha conosciuto un enorme sviluppo in termini di varietà di strutture contrattuali e finanziarie adottate. Si pensi, per esempio, alle c.d. polizze *linked*, caratterizzate dalla diretta dipendenza delle prestazioni dal valore di un'entità di riferimento, la cui individuazione è vincolata dalle sole possibilità, normative e di mercato, di effettuare investimenti a copertura delle riserve tecniche ad essa correlati. Si distinguono, innanzi tutto, le *unit* dalle *index* polizze. « Le "unit" hanno prestazioni collegate al valore di un fondo di investimento, esterno o interno all'impresa, mentre le "index" sono caratterizzate da prestazioni la cui entità è in funzione del valore di un indice azionario o di un altro valore di riferimento » (Quaderno ISVAP n. 5, 1999, par. 2.1). In sostanza, le polizze *linked* costituiscono prodotti assicurativi con rischio di investimento a carico dell'assicurato, al quale viene trasferita l'alea finanziaria della polizza. Pertanto, in questo tipo di prodotti, accanto agli aspetti tipici alle coperture assicurative sulla vita, si riscontrano aspetti tipici dei servizi di investimento, quali la trasparenza del soggetto offerente e dell'attività d'investimento da questi realizzata. Vi è, dunque, l'esigenza per l'Autorità di vigilanza di predisporre misure specifiche (accantonamenti tecnici, criteri di redazione della nota informativa, obblighi informativi successivi alla conclusione del contratto). La normativa di riferimento è rappresentata, come si è già specificato, dal d. lgs.

termini di mancata tutela per il contraente che si trovi ad operare con la particolare modalità dell'offerta fuori sede: la sollecitazione a domicilio, infatti, provoca un "effetto sorpresa", che potrebbe indurre il consumatore a concludere negozi giuridici senza la necessaria ed accurata riflessione sui contenuti e le conseguenze dell'adesione all'offerta.

E tale "effetto sorpresa" sussiste sia per i prodotti del ramo vita, sia per i prodotti del ramo danni.

3.1.2. *segue*: La previsione di cui al quinto comma dell'art. 30 TUF.

Esaminata la disciplina, distinta da quella del mercato mobiliare, relativa all'offerta fuori sede di prodotti bancari ed assicurativi da parte di enti creditizi, non resta che interrogarsi circa l'applicabilità della disciplina di cui all'art. 30 TUF qualora i medesimi prodotti siano promossi e collocati fuori sede da imprese di investimento.

Per rispondere a tale quesito, occorre preliminarmente stabilire se le imprese di investimento possono offrire fuori sede prodotti bancari ed assicurativi.

Ai sensi del comma 5, art. 30 TUF, infatti, «le imprese di investimento possono procedere all'offerta fuori sede di prodotti *diversi*[55] dagli strumenti finanziari e dai servizi di investimento, le cui caratteristiche sono stabilite con regolamento dalla Consob, sentita la Banca d'Italia».

In conformità a tale previsione, la Consob ha costantemente annoverato fra i « prodotti diversi », che le Sim erano abilitate ad offrire fuori sede, anche prodotti bancari ed assicurativi[56] [57].

174/95, attuativo della III direttiva vita, e dalle circolari ISVAP n. 474/D del 21 dicembre 2002, per le polizze vita *united linked*, e n. 451/D del 24 luglio 2001, per le polizze vita *index linked*. Per la letteratura su tale categoria di prodotti di assiccurazione sulla vita, cfr. EKENER S. – PERSSON A., *Exotic united-linked life insurance contract*, The Geneva papers on risk and insurance, vol. 21, n. 1, 1996; BAZZANO C., *Index-linked e unit-linked*, Sperling & Kupfer Editori, Milano, 1997; SAITA F., *Il Mercato dei Titoli e dei CD Index-linked*, in *Banche e Banchieri*, 1995, n. 4; id., *Le Opzioni Esotiche: Tipologie e Modalità di Utilizzo, Osservatorio del Mercato Mobiliare*. Rapporto Sull'Innovazione, n. 3, Università L. Bocconi, Milano, 1996.

[55] Corsivo nostro.

[56] Art. 15 del regolamento 5386/91; art. 13 del regolamento 10943/97; art. 36 del regolamento 11522/98 nella sua versione originaria.

[57] Ciò ha spinto la giurisprudenza a giudicare lecita l'inclusione nell'oggetto sociale di una Sim dell'attività di distribuzione fuori sede di prodotti assicurativi. Si v., Trib. Napoli, 25 novembre 1998, in *Foro it.*, Rep. 1999, voce *Valori mobiliari*, n. 121, e *Giur. comm.*, 1999,

La vigente formulazione dell'art. 36 del regolamento n. 11522/1998, relativo all'obbligo di avvalersi del promotore finanziario, tuttavia, non presenta più alcun esplicito riferimento ai prodotti bancari e a quelli assicurativi.

Pertanto, compito dell'interprete è quello di individuare l'esatta portata della nozione di «prodotti diversi», o perlomeno chiarire se il mancato richiamo ai prodotti bancari ed assicurativi, quali prodotti rientranti nella categoria dei « prodotti diversi », voglia significare che in nessun caso le imprese di investimento possono collocare fuori sede i prodotti finanziari di banche, o i prodotti di imprese di assicurazione.

La dottrina, che si è soffermata su tale aspetto[58], ritiene che il mancato richiamo ai prodotti bancari ed assicurativi non indichi che il relativo collocamento fuori sede sia sottratto alle imprese di investimento, ma piuttosto che nell'offerta fuori sede di tali prodotti le stesse imprese di investimento non debbano avvalersi di promotori finanziari.

A sostegno di tale affermazione, si fa notare che il secondo comma dell'art. 36, reg. Consob n. 11522/98, nel ribadire per le imprese di investimento l'obbligo di avvalersi di promotori finanziari, lo circoscrive ai soli "servizi accessori" e ai "fondi pensione aperti".

Pertanto, analogamente a quanto previsto per le banche, sembrerebbe che le imprese di investimento possano collocare fuori sede i prodotti finanziari emessi da banche senza avvalersi dell'opera di promotori finanziari, ad eccezione dell'offerta fuori sede di azioni o strumenti finanziari che consentono di sottoscrivere o acquistare azioni emesse da banche[59].

II, p. 315, con nota di MINERVINI G., *Le Sim possono collocare prodotti bancari ed assicurativi ?*

[58] CLEMENTE F., *L'evoluzione dei sistemi distribuitivi di prodotti finanziari, bancari ed assicurativi: strategie e regole,* in *Banche, promotori e internet nell'offerta di prodotti finanziari,* a cura di PARRELLA F. – TOFANELLI M., Milano, 2000, p. 5 ss.

[59] Tale interpretazione potrebbe essere ribaltata se si ritenesse che l'esenzione di cui all'art. 30, nono comma, TUF, miri esclusivamente ad evitare sovrapposizioni e duplicazioni di controlli. (Per tali argomentazioni, cfr. DE MARI M. – SPADA L., *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari* (nota a App. Bologna, decr. 24 dicembre 1999), in *Foro it.,* 2002, n. 2, 591 ss.). In tal caso, la stessa esenzione dovrebbe operare solo quando i prodotti bancari siano offerti dall'emittente, e con riguardo ai prodotti assicurativi, quando essi siano collegati da agenti o broker, soggetti sottoposti ad una specifica disciplina. Qualora, invece, i citati prodotti fossero collocati fuori sede da un soggetto diverso dall'emittente, sarebbe integrata la fattispecie del servizio di collocamento e troverebbe applicazione la relativa disciplina. Analoga conclusione dovrebbe valere per l'esenzione di cui all'art. 30, comma nono, TUF. Tuttavia, una siffatta interpretazione sembra basarsi: a) su un errato parallelismo fra attività di offerta fuori sede e servizio di collocamento; b) su un'esenzione che troverebbe la propria giustificazione nell'attività svolta e non nel

Tale interpretazione, conforme al disposto di cui al nono comma dell'art. 30 TUF, non può essere trasposta *sic et simpliciter* all'offerta fuori sede di prodotti assicurativi, per i quali il discorso deve essere differentemente articolato.

Non si può, infatti, ignorare che la circolare ISVAP n. 393/D del 17 gennaio 2000 sul collocamento di prodotti assicurativi tramite *Internet* stabilisce che «non si rinvengono margini affinchè altri soggetti», (e quindi soggetti diversi dalle imprese di assicurazione, dagli agenti assicurativi, dai mediatori assicurativi e dalle banche), «pongano in essere – in campo assicurativo - valide interazioni con gli utenti di Internet, che non si risolvano cioè in mere e generiche prospettazioni pubblicitarie».

Detto divieto dovrebbe, a nostro avviso, essere esteso anche all'offerta fuori sede: sarebbe, infatti, difficile comprendere perché nell'offerta a distanza la "presenza" di un agente o di un mediatore di assicurazione dovrebbe essere garantita, e perché, al contrario, tale esigenza non dovrebbe porsi nell'offerta fuori sede.

Certo la circolare ISVAP non può eliminare la possibilità, quella di offrire fuori sede prodotti diversi (tra cui i prodotti assicurativi), concessa alle imprese di investimento da una norma avente valore di legge (art. 30, comma 5, TUF).

Sorge, però, spontaneo il quesito se le imprese di investimento, che vogliano offrire fuori sede prodotti assicurativi, siano tenute a rispettare le previsioni ISVAP.

Se così fosse, qualora le imprese di investimento volessero legittimamente promuovere e collocare fuori sede prodotti assicurativi, esse dovrebbero farlo adottando la veste giuridica di agenti di assicurazione, iscritti alla sezione prima del relativo albo nazionale[60] [61], e che abbiano ricevuto, ex art. 1753 c.c., uno specifico

---

prodotto, il che, non solo non appare conforme al tenore letterale del nono comma dell'art. 30 TUF, ma introduce una disparità di trattamento normativo tra banche e Sim che non avrebbe ragione di sussistere. Sotto un profilo di tutela dell'investitore, infatti, quali maggiori garanzie offre il dipendente di una banca rispetto a quello di una Sim, tale da giustificare la previsione per quest'ultima dell'obbligo di avvalersi del promotore finanziario nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari emessi da banche?

[60] Istituito presso il Ministero dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato, con la l. n. 48 del 7 febbraio 1979, tale albo è attualmente tenuto presso l'ISVAP in forza delle previsioni di cui al d. lgs. n. 373/98.

[61] In caso di società-agenzia, secondo le previsioni dettate dall'ISVAP (par. 5.1, circolare n. 393/2000), l'iscrizione all'albo « dovrà essere riferita ai legali o al legale rappresentante della società stessa o a coloro che, muniti dei necessari poteri, siano delegati dalla società allo svolgimento dell'attività di agente di assicurazione (art. 6, I comma, legge n. 48/79) ... ».

incarico da parte di una compagnia di assicurazione[62], oppure le stesse imprese di investimento potrebbero offrire fuori sede prodotti assicurativi in qualità di mediatori di assicurazione[63], ma in tal caso esse non sarebbero legittimate a concludere contratti per conto della compagnia, non potendo assumere "impegni di sorta", per espressa previsione legislativa[64].

Anche se una tale interpretazione consentirebbe di rispettare le prescrizioni dettate dalla disciplina pubblicistica e di garantire la tutela dell'investitore, in quanto la promozione ed il collocamento fuori sede dei prodotti assicurativi non sfuggirebbero al controllo dell'Autorità di Vigilanza di settore, la risposta al quesito prospettato rimane dubbia.

Certo è che, come ha specificato[65] la Consob, l'incarico di agente per conto di un'impresa di assicurazione può essere assunto da una Sim e che, in tal caso, quest'ultima è tenuta al rispetto della normativa di settore, nonché assoggettata alla vigilanza del Ministero dell'Industria e dell'ISVAP, ma ciò non permette, tuttavia, di dare una chiara soluzione al problema di cui si discute.

Sarebbe, pertanto, auspicabile un intervento Consob e/o ISVAP volto a restituire trasparenza e coerenza al sistema attraverso un organico coordinamento delle diverse normative di settore.

3.2. Ambito soggettivo di applicazione della disciplina.

L'articolo 30 TUF prevede, ai suoi commi 3 e 4, le regole di abilitazione soggettiva all'esercizio dell'attività di offerta fuori sede di prodotti finanziari e di servizi di investimento.

Il comma 3 dell'articolo in oggetto stabilisce che l'offerta fuori sede di strumenti finanziari possa essere effettuata :

---

[62] Sul contratto di agenzia, si v. BALDASSARRI A., *Il contratto di agenzia*, Milano, 1992; BALDI R., *Il contratto di agenzia*, Milano, 1997.

[63] Sulla riconducibilità del contratto di mediazione nell'alveo dell'art. 1754 c.c., cfr. FANELLI, *Le Assicurazioni*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 1973, p. 412; CASTELLANO – SCARLATELLA, *Le assicurazioni private*, in *Giur. sist. dir. civ. e comm.*, Torino, 1981, p. 122. *Contra*, cfr. VERGANI E, *Il* brokeraggio *assicurativo: l'apertura della Cassazione sulla tipizzazione sociale del contratto*, nota a Cass. n. 8467/98, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, Milano, 1999, nn. 2-3, p. 669 ss., il quale pone l'accento sulla peculiarità dell'attività del broker rispetto a quella di semplice mediatore, evidenziandone la funzione di "gestore" della polizza assicurativa.

[64] Osservazione contenuta nella circolare ISVAP n. 393/D del 17 gennaio 200, punto 5.2, mossa a partire dalla definizione di broker di cui all'art. 1 della l. 792/84.

[65] Comunicazione n. DI/99008504 dell'8 febbraio 1999.

a) dai soggetti autorizzati allo svolgimento del servizio di cui all'art. 1, comma 5, lettera *c)*, TUF [66], ovvero al servizio di collocamento;
b) dalle società di gestione del risparmio[67] e dalle Sicav[68], limitatamente alle quote e alle azioni di Oicr[69].

Inoltre, ai sensi del comma 4: « le imprese di investimento[70], le banche, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del T.U. bancario e la società di gestione del risparmio possono effettuare l'offerta fuori sede dei propri servizi di investimento », mentre, qualora l'offerta abbia ad oggetto servizi prestati da altri intermediari « le imprese di investimento e le banche devono essere autorizzate allo svolgimento del servizio previsto dall'articolo 1, comma 5, lettera *c)* », ovvero al servizio di collocamento.

Da una lettura congiunta dei due commi, possono trarsi molteplici considerazioni.

---

[66] Com'è noto, l'art. 1, comma 5, definisce il concetto di « servizi di investimento » aventi per oggetto strumenti finanziari, comprendendovi le seguenti attività: a) negoziazione per conto proprio; b) negoziazione per conto terzi ; c) collocamento, con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi; e) ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione. Come si può ben vedere, la lettera *c)* si riferisce proprio al solo servizio di collocamento di strumenti finanziari.

[67] Ai sensi dell'art. 1, comma 1, lettera *o)*, TUF, per società di gestione del risparmio si intende « la società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzata a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio ».

[68] Ai sensi dell'art. 1, comma 1, lettera *i)*, TUF, per « società a capitale variabile » si intende « la società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni ».

[69] Ai sensi dell'art. 1, comma 1, lettera *m)*, TUF, per « organismi di investimenti collettivo del risparmio (Oicr)» si intendono i fondi comuni di investimento e le Sicav ». Il concetto di fondo comune di investimento è specificato allo stesso art. 1, comma 1, lettera *j)*, TUF, secondo il quale per « fondo comune di investimento » si intende « il patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte ».

[70] Nel concetto di « imprese di investimento » risultano comprese le Sim e le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie (si veda l'art. 1, comma 1, lettera *h*), TUF). Per Sim, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lettera *e)*, TUF, si intende « l'impresa diversa dalle banche e dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del T.U. bancario, autorizzata a svolgere servizi di investimento, avente sede legale e direzione generale in Italia ». Per impresa di investimento, comunitaria o extracomunitaria, si intende l'impresa, diversa dalla banca, autorizzata a svolgere servizi di investimento, e avente sede legale e direzione generale in un medesimo Stato comunitario, diverso dall'Italia, per quanto concerne « l'impresa di investimento comunitaria », o in uno Stato extracomunitario, per quanto concerne « l'impresa di investimento extracomunitaria ». (Cfr. rispettivamente le lettere *f)* e *g)* del primo comma dell'articolo 1 del TUF).

Innanzitutto, l'offerta fuori sede di un proprio servizio di investimento, così come disciplinata dalle regole di abilitazione soggettiva, sembrerebbe costituire una pura « modalità di quello stesso servizio », mentre l'offerta fuori sede di strumenti finanziari sembrerebbe qualificarsi come una semplice « modalità del servizio di collocamento ».

Il primo aspetto (chi è autorizzato ad un servizio di investimento può offrire fuori sede lo stesso senza bisogno di una nuova ed ulteriore autorizzazione) non introduce alcun elemento di novità, essendo una certezza acquisita a partire dalla legge 1/91[71].

Costituirebbe elemento di novità, invece, il secondo aspetto evidenziato (occorre essere autorizzati al servizio di collocamento per potere offrire fuori sede strumenti finanziari, servizi di investimento altrui, prodotti finanziari), introdotto dal decreto Eurosim e ripreso integralmente dal TUF, che parrebbe appunto qualificare l'offerta fuori sede come semplice modalità del servizio di collocamento.

E i dubbi interpretativi non finiscono qui.

Il terzo comma, lettera b) dell'articolo in esame, infatti, nel prevedere che l'attività di offerta fuori sede può essere effettuata dalle Sgr e dalle Sicav limitatamente alle quote e alle azioni di Oicr, non specifica se tale limitazione si riferisca a parti di Oicr di propria istituzione o gestione.

Si pone, pertanto, il problema di capire l'esatta portata di tale previsione.

Parte della dottrina[72], basandosi sul fatto che la norma di cui all'art. 22, comma 3, decreto Eurosim, consentiva l'offerta fuori sede da parte di Sgr e Sicav con riferimento alle sole quote di Oicr di propria istituzione o gestione, e che tale vincolo non è stata ripreso nel TUF, ritiene che le Sgr e le Sicav possano collocare fuori sede parti di Oicr anche diversi da quelli di propria istituzione e gestione.

---

[71] Si v. Comunicazione Consob n. DAL/RM/96004369 del 15 maggio 1996, in *Bollettino Consob*, 1996, fasc. 5, p. 48, secondo la quale : « la promozione e il collocamento da parte di banche, fuori dalle proprie sedi o dipendenze, dei servizi d'intermediazione mobiliare da esse stesse prestati non necessita dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività di cui all'art. 1, 1° comma, lett. *f)*, l. 1/91, pur dovendo essere svolta esclusivamente con l'ausilio di promotori finanziari ».

[72] PATRONI GRIFFI A., *L'offerta fuori sede*, in *Intermediari finanziari mercati e società, op. cit.*, p. 247 ss.; PAGNONI E., *Commento sub art. 30*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, op. cit.*, p. 327.

Di opposto avviso la Consob[73], posizione alla quale ci sentiamo di aderire, poiché se si consentisse il collocamento di Oicr di altrui istituzione e gestione saremmo di fronte ad una « modalità del collocamento », attività di intermediazione mobiliare a cui né le Sgr né le Sicav possono essere autorizzate[74].

Pertanto, come per le banche e le imprese di investimento non è richiesta la specifica autorizzazione al collocamento per l'offerta fuori sede dei **propri** servizi di investimento, così deve ritenersi che le Sgr e le Sicav possano offrire fuori sede solo parti di Oicr di **propria** istituzione e/o gestione.

Altro nodo da sciogliere è quello relativo al quesito se le imprese di investimento e le banche comunitarie, autorizzate nel loro paese di origine al servizio di collocamento, possano in ragione di ciò, e in regime di mutuo riconoscimento, svolgere l'offerta fuori sede in Italia. Al quesito hanno fornito risposta positiva sia la Banca d'Italia[75], sia la Consob[76], in ragione del fatto che l'offerta fuori sede rappresenta, sotto il profilo autorizzativo, una modalità di esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare, e non più un'attività avente rilievo giuridico autonomo[77].

Qualche considerazione, infine, deve essere effettuata sull'individuazione dei destinatari della disciplina.

L'art. 30, comma 2, TUF, stabilisce che « non costituisce offerta fuori sede quella effettuata nei confronti di investitori professionali[78], come definiti dal regolamento Consob, sentita la Banca d'Italia ».

Il parallelismo con la disciplina della sollecitazione all'investimento[79] risulta evidente: come l'articolo 100, comma 1,

---

[73] Comunicazione n. DI/99006372 del 29 gennaio 1999, in *Bollettino Consob*, 1999, fasc. 1, p. 63.

[74] In tal senso, si v. RABITTI BEDOGNI C., *sub art. 30*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, op. cit.*, p. 255.

[75] Risposta a quesito, in *Bollettino di vigilanza*, 1997, fasc. 10, p. 3.

[76] Comunicazione n. DI/99027949 del 1 3 aprile 1999, in *Bollettino Consob*, 1999, fasc. 4, p. 62.

[77] Anche gran parte della dottrina ha condiviso tali scelte interpretative. Cfr., per tutti, ANNUNZIATA F., *La nuova disciplina dei servizi di investimento: profili societari*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 1124. *Contra*, SALANITRO N., *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 1996, p. 157.

[78] Per la nozione di investitore professionale, si v. l'art. 31 del regolamento Consob 11522/98.

[79] In alcuni casi, l'offerta fuori sede può peraltro costituire un'operazione di sollecitazione all'investimento, ed in tale ipotesi occorre specificare che si applicano entrambe le discipline (sia quella della sollecitazione: artt. 94 ss. TUF; sia quella dell'offerta fuori sede: artt. 30-32 TUF).

lettera *a)*, TUF, prevede che le disposizioni di cui agli artt. 94 ss. TUF « non si applicano alle sollecitazioni all'investimento rivolte ai soli investitori professionali », così l'art. 30, comma 2, TUF, esclude la configurazione della fattispecie dell'offerta fuori sede quando quest'ultima sia indirizzata solamente ad investitori professionali.

L'assenza di *need of protection* in capo ai destinatari dell'offerta costituisce la ragione di tale previsione, poiché l'elevata e supposta professionalità degli investitori professionali rende superflua l'applicazione della particolare disciplina dell'offerta fuori sede, diretta, appunto, ad una maggiore tutela del pubblico dei risparmiatori.

3.3. Rapporto tra offerta fuori sede e servizio di collocamento.

L'offerta fuori sede viene equiparata all'attività di collocamento dalle regole di abilitazione soggettiva.

Essa mantiene, tuttavia, dal punto di vista della delimitazione della fattispecie, zone non coperte dalla nozione di « collocamento », il quale ha come oggetto soltanto strumenti finanziari[80].

L'offerta fuori sede, invece, può riguardare sia strumenti finanziari, sia altri prodotti finanziari (diversi da quelli di cui all'art. 100, comma 1, lettera *f)*, TUF), nonché servizi di investimento, propri o altrui.

Sul piano dell'attività, inoltre, l'offerta fuori sede si configura anche a partire dalla sola operazione di promozione (scissa dal collocamento) di prodotti e servizi, mentre la presenza di quest'ultima non basta ad integrare la fattispecie del servizio di collocamento di cui all'art. 1, comma 5, lett. *c)*, TUF.

Solo l'offerta fuori sede di strumenti finanziari, la quale può essere esercitata dagli intermediari autorizzati al collocamento nonché dalle Sgr e dalla Sicav (limitatamente rispettivamente alle quote o azioni di Oicr di propria istituzione o gestione e alle azioni di propria emissione), potrebbe, al limite, essere qualificata come mera « modalità » di svolgimento del servizio di collocamento.

Tuttavia, tale assunto appare viziato, non solo sul piano dell'attività, ma anche in considerazione del fatto che gli strumenti finanziari oggetto del collocamento non coincidono puntualmente con gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta fuori sede, i quali, come già visto, non comprendono gli strumenti finanziari di cui all'art. 100,

[80] Si veda l'articolo 1, comma 5, TUF, che definisce i servizi di investimento, compreso quello di collocamento, con riferimento solamente agli strumenti finanziari.

comma 1, lett. *f)*, TUF (prodotti finanziari emessi da banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire, o sottoscrivere azioni, ovvero prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione)[81].

3.4. L'obbligo di avvalersi di promotori finanziari.

Ai sensi dell'art. 31, comma 1, TUF[82], per esercitare professionalmente fuori sede l'attività di investimento finanziario, anche di carattere promozionale, «i soggetti abilitati» devono avvalersi di « promotori finanziari »[83].

In un'ottica di tutela dell'investitore, quindi, i soggetti abilitati all'offerta fuori sede sono tenuti ad effettuarla avvalendosi dell'ausilio di promotori finanziari, i quali, attraverso la loro professionalità e conoscenza tecnica della materia, garantirebbero trasparenza in relazione alle diverse scelte di investimento prospettate nel proprio domicilio al soggetto oblato, che non aveva maturato autonomamente l'idea di richiedere uno specifico prodotto o servizio finanziario .

Trattasi, come specificato al secondo comma dello stesso articolo, di persone fisiche che, in qualità di dipendenti, agenti o mandatari, esercitano professionalmente l'offerta fuori sede in regime di « monomandato [84]», per l'attività delle quali gli intermediari finanziari rispondono solidalmente dei danni arrecati a terzi, anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale (comma 3).

Si badi bene che l'articolo parla di soggetti « abilitati », perciò si deve ritenere che l'opera del promotore finanziario sia necessaria in tutte le ipotesi di offerta fuori sede, sia che i soggetti agiscano in forza dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività di collocamento, sia che essi operino in forza dell'abilitazione loro concessa direttamente dalla legge[85].

---

[81] In tal senso, PARRELLA F., *La disciplina speciale dell'offerta a distanza di "prodotti finanziari" e di "servizi di investimento"*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2000, p. 38, nota 3.

[82] Tale articolo non apporta sostanziali mutamenti alla precedente previsione di cui all'art. 23, d. lgs. 415/96, fatta eccezione per i commi 5 e 6.

[83] Sulla disciplina dei promotori finanziari, si v., tra gli altri, BOCHICCHIO F., *La nuova disciplina del promotore finanziario*, in *Giur. comm.*, I, 1998, p. 871 ss.

[84] Art. 31, comma 2, TUF. Si tratta di un'espressione impropria, utilizzata per designare l'obbligo per i promotori finanziari di intrattenere rapporti con un solo soggetto abilitato all'offerta fuori sede.

[85] Si v., sul punto, ZITIELLO L., *Offerta fuori sede, promotori finanziari e collocamento a distanza nel reg. Consob n. 11522*, in *Società*, 1998, n. 10, p. 1147.

I promotori finanziari devono possedere determinati requisiti di onorabilità e professionalità[86] ai fini dell'iscrizione presso un apposito albo nazionale tenuto dalla Consob[87].

Quest'ultima, in forza della previsione di cui al comma 6 dell'art. 31, ha dettato alcune disposizioni in merito all'attività di promotore finanziario fra cui quella relativa all'obbligo di avvalersi del promotore finanziario "nell'offerta fuori sede di strumenti finanziari, di servizi di investimento e di prodotti finanziari disciplinati dall'articolo 30 del Testo unico".

Ai sensi dell'art. 36 del reg. Consob n. 1522/98, infatti, gli intermediari autorizzati sono tenuti ad avvalersi dei promotori finanziari per tutta una serie di obblighi tra cui, a titolo esemplificativo, quello di consegnare agli investitori, prima della sottoscrizione o dell'acquisto degli strumenti finanziari e degli altri prodotti finanziari, copia del prospetto informativo (comma 1, lett. b), o ancora quello di acquisire e fornire le informazioni e consegnare all'investitore copia del documento di cui agli articoli 28 e 29, comma 3[88].

Tali obblighi sono estesi, per espressa previsione del secondo comma dell'art. 36 TUF, anche all'offerta fuori sede di servizi accessori e di fondi pensione da parte di imprese di investimento.

Il fatto che il richiamo sia operato con riferimento anche (**e solo**) ai servizi accessori e ai fondi pensione aperti, sembra rafforzare la tesi secondo la quale le imprese di investimento, nel collocare fuori sede prodotti finanziari di banche e prodotti assicurativi di imprese di assicurazione, non sarebbero obbligate a utilizzare esclusivamente promotori finanziari.

Su tali aspetti, già ampiamente trattati, sia consentito rinviare al paragrafo 3.1.2.

---

[86] L'individuazione di tali requisiti è demandata al Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, il quale li ha determinati con proprio regolamento n. 472 dell'11 novembre 1998.

[87] Si veda il Regolamento Consob 8 aprile 1997, n. 10629, concernente l'albo e l'attività dei promotori finanziari, nonché il regolamento n. 11522/98, agli artt. 78-99.

[88] Si tratta dell'informazione, da fornire per iscritto all'investitore « non appena le operazioni in strumenti derivati e in warrant da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura hanno generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni », nonché delle informazioni relative alle operazioni non adeguate.

3.5. *Lo ius poenitendi.*

Come già altrove specificato, la disciplina dell'offerta fuori sede si sostanzia, oltre che per l'obbligo di avvalersi di promotori finanziari, anche per la previsione del c.d. *ius poenitendi*[89].

Ai sensi dell'articolo 30, comma 6, TUF, infatti, « l'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede ovvero collocati a distanza ai sensi dell'articolo 32 è sospesa per la durata di sette giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione da parte dell'investitore. Entro detto termine l'investitore può comunicare il proprio recesso senza spese né corrispettivo al promotore finanziario o al soggetto abilitato; tale facoltà è indicata nei moduli o formulari consegnati all'investitore. La medesima disciplina si applica alle proposte contrattuali effettuate fuori sede ovvero a distanza ai sensi dell'articolo 32 ».

Evitando "l'effetto sorpresa" insito nella conclusione di un contratto proposto dal venditore, il legislatore, nel prevedere la sospensione dell'efficacia del contratto, ha inteso proteggere l'investitore, lasciandogli il tempo necessario di maturare la decisione di investimento[90].

Se tale finalità appariva rilevante all'epoca in cui lo *ius poenitendi* fu introdotto[91], oggi la selezione all'ingresso dei promotori, le rigorose regole di comportamento cui sono tenuti, la responsabilità quasi obiettiva di Sim e banche per l'attività intrapresa dai propri dipendenti, la vigilanza da parte dell'Autorità di settore, parrebbero rendere del tutto inconsistente il vantaggio, in termini di protezione dell'investitore, della previsione di un diritto di ripensamento che, sospendendo l'efficacia del contratto, posticipa la realizzazione dell'investimento con il rischio dell'effettuazione di operazioni a

---

[89] Sullo *ius poenitendi*, cfr. ALPA G., Jus poenitendi *e acquisto di valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1987, p. 1514 ss.

[90] Sulla *ratio* dello *ius poenitendi* nell'offerta fuori sede, sia consentito un rinvio a BRECCIA U., *La contrattazione su valori mobiliari e il controllo della contrattazione « sorprendente »*, in *La vendita « porta a porta » di valori mobiliari*, a cura di BESSONE M. – BUSNELLI F.D., Milano, 1992, p. 17 ss.

[91] Con la legge 23 marzo 1983, n. 77, veniva riconosciuto all'investitore un diritto di ripensamento secondo quanto previsto dall'art. 18- *ter*, 2° comma, che sospendeva l'efficacia dei contratti stipulati mediante vendita a domicilio per la durata di cinque giorni a partire dalla data di sottoscrizione degli stessi. L'art. 18-*ter*, comma 2°, non è stato modificato né dalla legge 2 gennaio 1991, n.1, né dal decreto Eurosim, mentre è stato trasfuso, con qualche modifica, nel TUF, il quale ha operato l'unificazione della disciplina dell'istituto con riferimento alla disciplina dell'offerta fuori sede tanto di prodotti finanziari quanto del servizio di gestione.

condizioni meno convenienti, data l'ampiezza e la tempistica delle fluttuazioni dei prezzi.

Tanto più che la disciplina positiva dello *ius poenitendi* non trova applicazione per alcune fattispecie, sottratte alla medesima per diverse ragioni economiche.

Il diritto di ripensamento è, infatti, attribuito ai contratti di collocamento di strumenti finanziari (e di prodotti finanziari come individuati al nono comma dell'art. 30 TUF), ma non anche a tutti i servizi di investimento, essendo riconosciuto **soltanto** per quello di gestione di portafogli individuali.

L'ottavo comma dell'art. 30 TUF esclude, poi, dalla disciplina dello *ius poenitendi* le « offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione di azioni con diritto di voto o di strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere tali azioni, purché le azioni o strumenti finanziari siano negoziati in mercati regolamentati italiani o di paesi dell'Unione Europea ». L'esclusione è giustificata dal fatto che la previsione di un diritto di recesso spingerebbe a comportamenti opportunistici da parte di investitori che si avvarrebbero dello *ius poenitendi* nell'ipotesi in cui, nei sette giorni di sospensione dell'efficacia, la quotazione del titolo acquistato o sottoscritto fosse inferiore al prezzo di acquisto o di sottoscrizione.

Per tale ragione, la Consob ha esteso in via interpretativa l'esclusione del diritto di ripensamento per OPS e OPV aventi ad oggetto titoli per i quali è stata già deliberata l'emissione a quotazione[92]. Sempre in via interpretativa, la Consob e la Banca d'Italia sono pervenute ad escludere lo *ius poenitendi* relativamente alle operazioni di conversione tra fondi comuni o comparti di Sicav (operazioni c.d. di *switch*)[93], nell'ambito di fondi monomarca.

---

[92] Si v. *Consob Informa*, n. 25 del 22 giugno 1998.

[93] Si vedano, rispettivamente la nota della Banca d'Italia n. 37287 del 10 febbraio 1997 indirizzata ad Assogestioni e la comunicazione Consob n. 97001614 del 20 febbraio 1997. La Banca d'Italia ha ritenuto che il diritto di ripensamento non si applichi se risultino soddisfatte congiuntamente le seguenti condizioni : « a) il regolamento del fondo comune o lo statuto della Sicav cui il partecipante ha aderito al momento della sottoscrizione originaria preveda espressamente un prodotto di investimento che si caratterizzi per la possibilità di contestuale passaggio dell'investimento da un fondo ad un altro o da un comparto all'altro di una Sicav; b) siano previsti in sede contrattuale i fondi o i comparti tra i quali possono essere effettuate le operazioni di conversione e all'investitore siano fornite le norme regolamentari del servizio ad "ombrello", nonché quelle attinenti ai singoli fondi o comparti interessati ». Dal canto suo, La Consob ha posto l'esigenza che « l'operazione venga realizzata nell'ambito delle modalità di investimento collettivo originariamente descritte nel prospetto a cui era allegato il contratto sottoscritto dall'investitore » e che « con particolare riferimento alle c.d. famiglie di fondi, è necessario che detti fondi siano regolamentati unitariamente e conseguentemente offerti tramite uno stesso prospetto

Sotto un profilo oggettivo, lo *ius poenitendi* (*ex* art. 30 TUF) risulta inoltre inapplicabile ai:

a) prodotti finanziari emessi da banche, diversi dalle azioni e dagli strumenti finanziari che consentono di acquisire o sottoscrivere azioni (stante la disposizione di cui al nono comma dell'art. 30 TUF);
b) prodotti assicurativi (sempre secondo la previsione di cui al nono comma dell'art. 30 TUF).

Da una prima analisi, dunque, si può affermare che in alcune ipotesi, pur sussistendo tutti gli elementi della fattispecie dell'offerta fuori sede, lo *ius poenitendi* non trova applicazione.

A conferma di ciò, si noti inoltre che la disciplina dello *ius poenitendi* riguarda soltanto i contratti **conclusi** fuori sede, e non anche **promossi** fuori sede, ma conclusi presso la sede legale o le dipendenze del soggetto emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento.

La conclusione del contratto, in base alla previsione normativa in esame, sembrerebbe perfezionarsi nel momento e attraverso la sottoscrizione dello stesso, dalla cui data decorre, sempre ai sensi dell'art. 30, comma 6, TUF, il termine di sette giorni di sospensione dell'efficacia del contratto medesimo.

In merito, va evidenziato che non sempre la sottoscrizione del contratto determina la sua legale conclusione.

La sottoscrizione, infatti, può qualificarsi in alcuni casi come mera proposta contrattuale, per cui la conclusione del contratto si avrà, secondo il combinato disposto degli artt. 1326 e 1335 c.c., nel momento in cui l'accettazione perverrà all'indirizzo dell'investitore.

In tale ipotesi, comunque, lo stesso articolo 30, comma 6, ultima frase, TUF, fornisce una soluzione, estendendo la disciplina dello *ius poenitendi* anche alle proposte contrattuali effettuate fuori sede o a distanza.

Pertanto, deve ritenersi, in tal caso, che la disposizione sospendente l'efficacia del contratto **concluso** vada letta ed interpretata piuttosto nel senso dell'**inefficacia delle proposte** contrattuali effettuate fuori sede o a distanza per sette giorni dalla loro sottoscrizione. Solo decorso tale termine, si potrà quindi dar luogo ad un'utile accettazione.

---

informativo, in modo tale che il sottoscrittore sia messo in condizione di conoscere sin dall'inizio tutti i prodotti nell'ambito dei quali la particolare facoltà contrattuale gli consente di spostarsi ».

Più problematico, invece, il caso in cui la sottoscrizione si configuri come accettazione e il contratto non si concludi immediatamente, essendo, per esempio, all'uopo necessario che l'accettazione giunga a conoscenza dell'intermediario o della società emittente il prodotto collocato. In tale ipotesi, l'esercizio dello *ius poenitendi* corrisponderebbe ad una mera revoca dell'accettazione ai sensi dell'art. 1328, comma 2°, c.c.

Per rendere operativo il diritto di ripensamento (di cui all'art. 30, comma 6, TUF) in relazione a tale particolare fattispecie, occorre, a nostro avviso, applicare, in via di interpretazione analogica, la previsione, poc'anzi esaminata, di cui all'ultima frase del comma 6 dell'art. 30 relativa alle proposte contrattuali; sicché l'efficacia dell'accettazione dovrebbe ritenersi sospesa per sette giorni a partire dalla sua sottoscrizione[94].

Si ricorda, infine, che la mancata previsione del diritto di ripensamento nei moduli o formulari consegnati all'investitore, ai sensi del settimo comma dell'art. 30 TUF, determina la nullità del contratto concluso, nullità che può essere fatta valere solo da parte del medesimo investitore, trattandosi di un caso di nullità relativa.

4. L'offerta a distanza: rapporto di specie a genere rispetto all'offerta fuori sede.

L'offerta a distanza, contemplata dall'art. 32 TUF, si configura come la promozione e il collocamento a distanza di servizi di investimento e di strumenti finanziari mediante « *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* »[95].

Oltre che per la particolarità delle tecniche di comunicazione impiegate, essa si differenzia rispetto all'offerta fuori sede per la mancata presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato.

Pertanto, sebbene pur sempre effettuata « fuori sede », l'offerta a distanza presenta la peculiarità di ampliare ulteriormente i pericoli di

---

[94] In senso conforme, cfr. CARBONETTI F., *Lo jus poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari*, in *Banca e borsa*, 2001, p. 781, cui si rinvia per un'analisi più completa ed approfondita delle problematiche sollevate nel testo.

[95] Per la disciplina dell'offerta a distanza, si v., tra gli altri, BONZANINI L., *La disciplina del collocamento a distanza di prodotti finanziari*, in *Contratti*, 1998, p. 515 ss.

danno per l'investitore, poichè l'individuazione del contraente, nonché delle caratteristiche del prodotto o del servizio sollecitato, può risultare non del tutto agevole e fonte di scelte non oculate.

Da ciò la necessità di una disciplina che faccia fronte a nuove e più complesse istanze di tutela dell'investitore, di cui anche il legislatore italiano ha avvertito l'esigenza, sebbene si sia limitato a prevedere solamente la generica fattispecie dell'offerta a distanza, demandando alla Consob l'emanazione di norme di dettaglio, o meglio la stessa valutazione in ordine all'opportunità di prevedere un'apposita disciplina.

La regolamentazione dell'offerta a distanza, tuttavia, non è affidata solo a fonti di diritto di grado secondario (il regolamento Consob appunto), ma va rintracciata a livello di disposizioni primarie.

Le norme Consob, infatti, dovrebbero limitarsi a disciplinare aspetti non coperti da previsione legislativa, ove ciò apparisse necessario ed opportuno alla stessa Autorità di vigilanza.

Compito dell'interprete è, pertanto, quello di individuare il nucleo fondamentale della disciplina legale dell'offerta a distanza, prima ancora di analizzare eventuali disposizioni regolamentari.

A tal fine, nelle pagine che precedono, si è compiuta una disamina della disciplina dell'offerta fuori sede, la quale dovrebbe costituire quel nucleo fondamentale cui si faceva cenno, sempre che venga accertato un rapporto di specie a genere dell'offerta a distanza rispetto alla fattispecie dell'offerta fuori sede.

In favore di una siffatta qualificazione, sembrerebbero deporre molteplici indici. Innanzi tutto, la collocazione della disciplina all'interno del capo dedicato all'offerta fuori sede[96], che non avrebbe alcun senso laddove si qualificasse l'offerta a distanza come una fattispecie del tutto peculiare rispetto a quella dell'offerta fuori sede.

La stessa formulazione del 2° comma dell'art. 32 TUF concorre a rafforzare tale affermazione.

Non a caso, infatti, nel demandare alla Consob la facoltà di disciplinare la fattispecie dell'offerta a distanza, il legislatore ha inteso limitarne il potere regolamentare, prevedendo la facoltà di disciplinare **in conformità dei principi** che governano l'offerta fuori sede.

Tale scelta si giustifica solamente ove si ritengano generalmente applicabili all'offerta a distanza i principi dettati in

[96] L'articolo 32 è, infatti, situato nella parte II (« Disciplina degli intermediari »), titolo II (« Servizi di investimento », capo IV (« Offerta fuori sede »).

materia di offerta fuori sede e, quindi, ove si individui un rapporto di genere a specie di quest'ultima rispetto all'offerta a distanza.

La normativa regolamentare, pertanto, assume un ruolo integrativo di una disciplina legale, quella dell'offerta fuori sede, completamente applicabile all'offerta a distanza.

Per di più, attesa la formulazione della previsione di cui al 2° comma dell'art. 32, secondo la quale la Consob è detentrice di una facoltà e non di un obbligo in quanto **può** disciplinare la promozione e il collocamento a distanza di strumenti finanziari e di servizi di investimento, pare potersi affermare che l'offerta a distanza sia assoggettata innanzi tutto alla disciplina, legislativa e regolamentare, dell'offerta fuori sede e, solo eventualmente, ad un'ulteriore disciplina specifica adottata dalla Consob.

4.1. Le ragioni della delega ex art. 32, comma 2 del TUF.

La scelta di demandare ad un organo di vigilanza la disciplina ulteriore della fattispecie di cui all'art. 32 TUF, in considerazione dei particolari problemi che possono sorgere dall'impiego di tecniche di comunicazione a distanza, per quanto condivisibile in termini di tecnica legislativa, appare criticabile almeno su un punto.

La devoluzione di competenze al potere regolamentare si giustifica in una materia dai confini incerti ed in rapida evoluzione, sicché sarebbe stato arduo prevedere e disciplinare a livello legislativo fattispecie differenti in ordine alla diversa tecnica di comunicazione impiegata, che, peraltro, può risultare obsoleta in un lasso di tempo relativamente breve.

Sotto tale profilo, la scelta appare condivisibile, ma è tuttavia criticabile il fatto di aver previsto una mera facoltà di regolamentazione.

Ciò lascia presupporre, infatti, che la disciplina dell'offerta fuori sede, applicabile interamente all'offerta a distanza, sia sufficiente a regolamentare, in mancanza dell'adozione del regolamento da parte della Consob, la fattispecie dell'offerta a distanza.

Per cui, se da un lato l'attribuzione della competenza regolamentare si spiega proprio tenendo conto delle peculiarità dell'offerta a distanza e del fatto che la stessa sia una solo una specie del più ampio genere « offerta fuori sede », dall'altro lato, appare nondimeno incoerente l'attribuzione di una semplice facoltà, in mancanza dell'esercizio della quale si verrebbe a creare un pericoloso

vuoto normativo ogniqualvolta la prassi sviluppi istituti nuovi, dando vita a contenziosi di difficile risoluzione in assenza di un chiaro quadro normativo.

Peraltro, le ragioni che hanno spinto a delegare, vale a dire la complessità tecnica della materia e il ritmo di evoluzione costante delle fattispecie concrete, sembrano trovare fondamento proprio sulle forti peculiarità dell'offerta a distanza rispetto all'offerta fuori sede.

Tali peculiarità, che giustificano un intervento da parte dell'Autorità di vigilanza, risultano, sotto un profilo di pura analisi ermeneutica, non così marcate da spingere il legislatore ad attribuire un potere di delega più ampio.

Il che, se ci porta a ricostruire il rapporto tra offerta a distanza e offerta fuori sede come di specie a genere, non ci trova necessariamente d'accordo.

Dovendosi attenere al dato normativo, non può che analizzarsi il rapporto nei termini suddetti, ma il fatto che la delega sia congegnata in modo tale da dover qualificare l'offerta a distanza come mera specie dell'offerta fuori sede, non sottrae forza alla considerazione che l'esigenza da cui sorge la stessa necessità di delega risiede proprio nella peculiarità dell'offerta a distanza, la quale domanda certezze normative per fattispecie nuove e non prevedibili a livello legislativo, data la loro possibile ampiezza in relazione alle tecniche di comunicazione impiegate.

Pertanto, piuttosto che costruire in termini di rapporto di specie a genere l'offerta a distanza rispetto all'offerta fuori sede, sarebbe stato forse più opportuno demandare l'intera disciplina dell'offerta a distanza alla regolamentazione Consob.

Quest'ultima, non incontrando limiti al suo potere, se non quelli risultanti dall'esigenza di una coerenza di sistema e dalla forza attribuita alle diverse fonti normative, avrebbe potuto dettare una disciplina adeguata alla specificità di alcune fattispecie, che presentano profili di autonomia rispetto all'offerta fuori sede, sia da un punto di vista concettuale, sia da un punto di vista sostanziale.

CAPITOLO II

L'OFFERTA A DISTANZA. DISCIPLINA NAZIONALE LEGISLATIVA E REGOLAMENTARE; DISCIPLINA COMUNITARIA.

Sommario: 1. La fattispecie legale. - 2. Ambito oggettivo di applicazione della disciplina. - 2.1. Le tecniche di comunicazione a distanza: requisiti. - 2.1.1. *Internet* come tecnica di comunicazione a distanza. - 3. Ambito soggettivo di applicazione della disciplina. - 4. Lo *ius poenitendi:* rinvio. - 5. La disciplina regolamentare "aggiuntiva": l'obbligo di avvalersi del promotore finanziario. - 5.1. *segue*: Le modalità di adempimento degli obblighi informativi e di consegna. - 6. La direttiva comunitaria sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari: le informazioni preliminari. – 6.1. *segue*: Il diritto di recesso.

1. La fattispecie legale.

L'articolo 32 del TUF, relativo alla promozione e al collocamento a distanza di servizi d'investimento e di strumenti finanziari, ha trasfuso le disposizioni di cui all'art. 24 del d.lgs. n. 416/96 (c.d. decreto Eurosim), il quale, a sua volta, aveva colmato una lacuna normativa che rischiava di diventare sempre più ampia a seguito dell'innovazione tecnologica e della diffusione su larga scala del mezzo *Internet*.

La legge n. 1/91 non conteneva, infatti, alcuna disposizione specifica sul punto, e la Consob aveva escluso la riconducibilità dell'offerta a distanza nell'ambito della fattispecie della sollecitazione porta a porta[1].

Il conseguente vuoto normativo che ne derivava, oltre che dar vita a problemi interpretativi, rappresentava un serio pericolo in termini di

[1] Si v., con riferimento alle offerte realizzate mediante circolari, o attraverso il mezzo telefonico, le comunicazioni n. BOR7RM794004962 del 17 maggio 1994, in *Bollettino Consob*, 1994, fasc. 5, p. 209; n. BOR7RM94009750 del 25 ottobre 1994, *ibid.*, fasc. 10, p. 253. Quest'ultima specifica, infatti, se pur con riferimento alla legge n. 1/91, che presupposto per l'applicazione delle disposizioni sull'offerta fuori sede "sono, precisamente, modalità di acquisizione della clientela caratterizzate da un contatto personale con la clientela medesima ad iniziativa dell'operatore finanziario" nelle quali l'assenza di un "incontro fisico tra soggetto promotore e destinatario dell'attività di promozione costituisce un filtro in grado di escludere l'effettivo carattere personale del contatto".

mancata tutela dell'investitore, proprio con riferimento a fattispecie di una certa complessità.

L'art. 32 si inserisce, pertanto, in un processo di adeguamento della disciplina vigente a nuove esigenze di tutela e a distinte e peculiari fattispecie, frutto di progresso tecnologico e di un'evoluzione socio-economica, da esso fortemente dipendente ed influenzata.

Il contatto spersonalizzato diventa, grazie alle tecniche di comunicazione a distanza, una realtà interessante, oltre che sotto un profilo economico di ampliamento delle quote di mercato, anche da un punto di vista esclusivamente e squisitamente giuridico: dall'individuazione incerta dei contrattanti, alle frodi finanziarie, fino al pericolo di un forte degradamento del livello di trasparenza e sicurezza dei mercati finanziari e non solo.

L'interesse di una disciplina, che tenga conto delle particolari modalità con le quali vengono a formalizzarsi negozi giuridici a contenuto finanziario, appare, dunque, di tutta evidenza e ancora più pregnante se si tiene conto del processo di globalizzazione dei mercati che, inevitabilmente, spinge, sotto l'impulso concorrenziale, ad una generale convergenza delle discipline in materia.

Il legislatore italiano, come specificato nei paragrafi che precedono, ha dettato una disciplina piuttosto povera in termini di regolamentazione diretta della fattispecie.

L'articolo 32 TUF specifica, al suo primo comma, che: «*per tecniche di comunicazione a distanza si intendono le tecniche di contatto con la clientela, diverse dalla pubblicità, che non comportano la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato*».

Due aspetti emergono immediatamente dalla lettura della disposizione: a) la comunicazione a distanza si caratterizzata per l'assenza di un contatto fisico e concomitante delle parti contraenti (investitore e soggetto offerente o soggetto incaricato da quest'ultimo); b) fra le tecniche di comunicazione a distanza non rientra la pubblicità.

Il primo aspetto differenzia nettamente l'offerta a distanza dall'offerta fuori sede, come già osservato altrove. Tale peculiarità non impedisce, tuttavia, di individuare, quale nucleo centrale della disciplina dell'offerta a distanza, le disposizioni relative all'offerta fuori sede, atteso che quest'ultima rappresenta il "genus" della "species" offerta a distanza.

Per quanto tale scelta sia criticabile e da noi in parte criticata, ad essa ci si deve attenere nello specificare la disciplina positiva in tema di offerta a distanza.

Il secondo aspetto (l'esclusione della pubblicità dalla fattispecie), merita una particolare riflessione, atteso che non risulta agevole distinguere la promozione dalla pubblicità.

Solo la promozione, infatti, come d'altronde per l'offerta fuori sede, configura la fattispecie dell'offerta a distanza, e risulta sottoposta alla relativa disciplina. Il Testo Unico sull'Intermediazione Finanziaria non specifica il concetto giuridico di promozione o di pubblicità[2], sicché è compito dell'interprete quello di individuarne gli elementi qualificanti[3].

Pur riconoscendo il valore suggestivo della pubblicità, tale caratteristica da sola non basta a porre in pericolo l'eventuale investitore, il quale, data la valenza informativa del messaggio pubblicitario, può piuttosto trarne beneficio, laddove lo stesso messaggio pubblicitario si limiti ad individuare le caratteristiche generali del prodotto o servizio offerto, oppure della parte offerente[4].

---

[2] Una definizione del concetto di pubblicità è fornita dall'art. 2, lett. *a*), d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 74 che ha recepito la direttiva n. 84/450/CEE, in materia di pubblicità ingannevole. Secondo tale disposizione, per pubblicità deve intendersi «qualsiasi forma di messaggio che sia diffuso, in qualsiasi modo, nell'esercizio di un'attività commerciale, industriale artigianale o professionale allo scopo di promuovere la vendita di beni mobili o immobili, la costituzione o il trasferimento di diritti ed obblighi su di essi oppure la prestazione di opere o servizi».

[3] Per la letteratura in argomento, si v. RABITTI BEDOGNI C., *Le offerte fuori sede e a distanza di strumenti e servizi finanziari dopo il d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415*, in *Il diritto del mercato mobiliare*, a cura di RABITTI BEDOGNI C., Milano, 1997, p. 191 ss., ed in particolare a p. 209; MAVIGLIA R., *La pubblicità diretta a promuovere l'adesione ad operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio*, in RABITTI BEDOGNI – CANNIZZARO – MAVIGLIA, *La sollecitazione del pubblico risparmio*, Milano, 1994, p. 135 ss.; FORMICHELLI D., *Relazione al Seminario su "Pubblicità e sollecitazione del pubblico risparmio"*, Roma, La Sapienza, 3 giugno 1996; CAPPONI M.C., *Tracce di pubblicità tra le avvertenze*, in *Società*, 1993, p. 161 ss.; LENER R., *La promozione televisiva dei prodotti finanziari*, in *Dir. inf.*, 1993, p. 1043 ss.; GAMBINO A.M., *La promozione ed il collocamento a distanza di prodotti finanziari*, in *Banca e finanza tra imprese e consumatori*, a cura di GUACCERO A.– URBANI A., ed. Il Mulino, 1999, p. 313 ss.; PAGNONI E., *Commento sub art. 30*, in ALPA G. –CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, p. 323 ss.

[4] Si tratta, in tal caso, di pubblicità istituzionale o meramente descrittiva dell'operazione che, di per sé, non è idonea ad instaurare una comunicazione diretta e bilaterale tra cliente ed intermediario. L'assenza di un rapporto interattivo, e della possibilità di instaurarlo attraverso il contenuto della comunicazione, qualifica il messaggio in termini di mera pubblicità. I messaggi pubblicitari sono assoggettati, attualmente, alla disciplina prevista all'art. 101 TUF (che determina il livello di diffusione dei messaggi pubblicitari relativi ad operazioni di sollecitazione all'investimento anteriormente alla pubblicazione del prospetto informativo, nonché sancisce l'obbligo della preventiva comunicazione alla Consob degli

Al contrario, qualora la comunicazione contenga gli elementi essenziali del contratto e consenta all'investitore di esprimere immediatamente il proprio consenso contrattuale, la stessa si qualifica in termini di attività promozionale[5].

La promozione, infatti, nel consentire l'individuazione degli elementi essenziali del contratto, nonché delle modalità di conclusione dello stesso, permette di stabilire un contatto *qualificato* con l'investitore[6], contatto bilaterale che necessita di una precisa regolamentazione, quella dell'offerta a distanza appunto, data l'esigenza di protezione del risparmiatore che può procedere all'immediata conclusione del contratto, senza la necessità di un ulteriore e nuovo contatto con l'offerente.

Il *quid pluris* della promozione rispetto alla pubblicità risiede, dunque, nella bastevolezza della prima a porre in essere negozi giuridici, rispetto al carattere insufficiente, a tal fine, da parte della pubblicità[7].

---

annunci pubblicitari affinché quest'ultima ne valuti la correttezza informativa e la corrispondenza al contenuto del prospetto informativo) e dagli artt. 17-19 del regolamento Consob n. 11971/1999.

[5] Si noti come la distinzione testé effettuata corrisponda alla nozione di tecnica di comunicazione a distanza relativa alla disciplina comunitaria tanto dei contratti a distanza non aventi ad oggetto servizi finanziari, quanto della commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori. Ai sensi dell'art. 2, punto 4 della direttiva n. 97/7/CE, riguardante la protezione dei consumatori nei contratti a distanza, infatti, la tecnica di comunicazione a distanza è definita come " qualunque mezzo che, senza la presenza fisica e simultanea del fornitore e del consumatore, possa impiegarsi per la conclusione del contratto". Tale definizione è ribadita poi nell'art. 1, lett. *d)*, del d.lgs. n. 185/1999, attuativo della citata direttiva. Parimenti, l'art. 2, lett. *e*), della direttiva n. 2002/65/ Ce del 23 settembre 2002, concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori, definisce la tecnica di comunicazione a distanza come "qualunque mezzo, che senza la presenza fisica e simultanea del fornitore e del consumatore, possa impiegarsi per la commercializzazione a distanza di un servizio tra le parti". Da notare, infine, che nell'elenco delle tecniche di comunicazione a distanza, allegato alla direttiva n. 97//CE e al d.lgs. n. 185/1999, figura sì la pubblicità, ma solo quando vi sia accluso un buono d'ordine, mediante la compilazione, sottoscrizione e spedizione del quale, si arriva alla conclusione del contratto a cura del cliente.

[6] In tal senso, cfr. FORMICHELLI D., *Relazione al Seminario su "Pubblicità e sollecitazione del pubblico risparmio", cit.*

[7] Osserva, infatti, ASSOGESTIONI, (in *Quaderno* ASSOGESTIONI, *D. Lgs. 23 luglio 1996, n. 415. Un commento preliminare*, n. 15, Roma, 1996, p. 88 ss), con riferimento alle disposizioni dell'art. 24 del decreto Eurosim, oggi trasfuso nel Tuf, che: "l'esclusione della pubblicità dalla norma in questione può forse trovare giustificazione nel fatto che i relativi messaggi sono di per sé insufficienti per provocare la consequenziale conclusione del contratto, ma possono soltanto generare uno specifico interesse del risparmiatore a porre in essere i passi necessari per addivenire al compimento di un simile atto, nel qual caso troveranno applicazione tutte le cautele previste per questo importante momento".

Appare chiaro, peraltro, che la relazione comunicativa a distanza, potenzialmente idonea a instaurare un "contatto", è suscettibile di essere ricompresa nella fattispecie dell'offerta a distanza, a prescindere dal fatto che venga ad instaurarsi tra risparmiatore ed offerente un'effettiva comunicazione diretta e bilaterale.

Sul piano della natura e del contenuto dell'attività, dunque, l'offerta a distanza si caratterizza per lo svolgimento di un'attività promozionale di per sé idonea a dar vita a negozi giuridici a contenuto finanziario, nonché per lo svolgimento di un'attività di collocamento, autonoma e distinta rispetto a quella di promozione.

La promozione ed il collocamento a distanza vanno, altresì, tenuti distinti dall'attività di consulenza di cui all'art. 1, comma 6, lettera *f)*, TUF[8], servizio accessorio tendenzialmente onnicomprensivo, in quanto esente da limitazioni in ordine alla tipologia (degli strumenti finanziari) oggetto dei consigli di investimento, nonché neutro rispetto alla conclusione delle operazioni conseguenti all'attività di consulenza[9].

Tale servizio accessorio è liberamente esercitabile da parte di chiunque e non necessita, quindi, di alcuna autorizzazione o abilitazione preliminare. Dette conclusioni non valgono per la promozione, il cui carattere strumentale rispetto al collocamento di prodotti finanziari e servizi di investimento rappresenta l'elemento differenziante dall'attività di semplice consulenza.

Pertanto, la finalità dell'attività permette di distinguere la promozione dalla consulenza, imponendo l'applicazione della disciplina dell'offerta a distanza, ove si impieghino tecniche di

---

[8] Ai sensi dell'art. 1, comma 6, infatti, "per «servizi accessori» si intendono: a) la custodia e amministrazione di strumenti finanziari; b) la locazione di cassette di sicurezza, c) la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento; d) la consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché la consulenza e i servizi concernenti le concentrazioni e gli acquisti di imprese; e) i servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento; f) la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari; g) l'intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi di investimenti". Per la dottrina che si è soffermata sulla distinzione tra le attività di promozione e collocamento, da un lato, e l'attività di consulenza, dall'altro lato, cfr., tra gli altri, CARBONETTI F., *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, p. 120; MAVIGLIA R., *La legge n. 1 del 1991*, in *Le sim e la riforma del mercato finanziario*, a cura di VELO – BERLANDA, Milano, 1991, p. 72; RABITTI BEDOGNI C., in AA. VV., *Il promotore finanziario*, 1995; VALENTINO P., *Focus sul big bang del mercato finanziario italiano*, in *Società*, 1996, p. 1001.

[9] In tal senso, cfr. Consob, Comunicazione n. 94005134 del 23 maggio 1994.

comunicazione che non consentano una presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato.

Sull'individuazione di tali tecniche di comunicazione a distanza, l'articolo 32 TUF tace, demandando alla Consob il compito di disciplinare, con proprio regolamento, la fattispecie in oggetto.

Ai sensi dell'art. 32, comma 2, TUF, come già anticipato nel primo capitolo, "la Consob, sentita la Banca d'Italia, può disciplinare con regolamento, in conformità dei principi stabiliti nell'articolo 30, la promozione e il collocamento, mediante tecniche di comunicazione a distanza di servizi di investimento, e di prodotti finanziari, diversi da quelli indicati nell'art. 100 comma 1, lettera *f*), individuando anche i casi in cui i soggetti abilitati devono avvalersi di promotori finanziari".

Il potere regolamentare attribuito all'Autorità di vigilanza incontra, quindi, il limite della conformità ai principi in tema di offerta fuori sede, principi derogabili esclusivamente con riferimento all'obbligo di avvalersi di promotori finanziari.

Così congegnata, la fattispecie legale dell'offerta a distanza non risulta di facile individuazione: sono chiari i criteri distintivi rispetto all'offerta fuori sede (l'assenza di un contatto fisico e simultaneo); altrettanto evidente risulta il contenuto dell'attività dell'offerta a distanza (la promozione e il collocamento), che va tenuto distinto sia dalla pubblicità, sia dall'attività di semplice consulenza; sfuggono, tuttavia, ad un'immediata percezione gli altri elementi costitutivi della fattispecie (oggetto, destinatari), nonché le caratteristiche "tecniche" e peculiari della medesima fattispecie, da ricercarsi nell'ambito della disciplina dell'offerta fuori sede e in seno alla normativa regolamentare.

2. Ambito oggettivo di applicazione della disciplina.

Il rinvio dell'art. 32, 2° comma, TUF, alla regolamentazione secondaria ha legittimato la Consob a disciplinare con il libro IV (artt. 71-77) la promozione e il collocamento a distanza di servizi di investimento e di prodotti finanziari.

Si tratta di una regolamentazione piuttosto scarna, che ha portata marginale sia con riguardo all'identificazione delle tecniche di comunicazione a distanza, sia con riferimento alla loro modalità di utilizzo. Poche sono, infatti, le disposizioni che non ripercorrono pedissequamente le previsioni relative all'offerta fuori sede, introducendo qualche elemento di novità.

Peraltro, la disciplina dell'offerta a distanza dovrà necessariamente essere rivisitata alla luce dei principi e delle disposizioni della direttiva n. 2002/65/CE concernente la commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori, adottata il 23 settembre 2002.

Alcune disposizioni, infatti, risultano essere confliggenti con le previsioni di cui alla richiamata direttiva, ma su tale aspetto si ritornerà in un successivo paragrafo, appositamente dedicato all'analisi delle discrasie rilevabili tra la disciplina nazionale e quella comunitaria in tema di offerta a distanza di servizi di investimento.

Come per l'offerta fuori sede, costituiscono oggetto dell'offerta a distanza:

a) i servizi di investimento di cui all'art. 1, comma 5, del Testo Unico, nonché i servizi di cui alla sezione A della tabella allegata allo stesso Testo Unico[10] (combinato disposto degli artt. 72, comma 1 e 71, comma 1, lettera *a)*, del regolamento Consob n. 11522 nella sua versione attuale[11]);
b) gli strumenti finanziari e gli altri prodotti finanziari diversi dai prodotti indicati nell'art. 100, comma 1, lett. *f)*, TUF, ossia dai prodotti finanziari emessi da banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni, ovvero dai prodotti assicurativi emessi dalle imprese di assicurazione (combinato disposto degli artt. 32, comma 2, TUF e 72 commi 1 e 2, regolamento Consob n. 11522).

---

[10] Si tratta dei servizi di: «1. Ricezione e trasmissione per conto degli investitori, di ordini in relazione a uno o più strumenti indicati nella sezione B. 2. Esecuzione di tali ordini per conto terzi. 3. Negoziazione per conto proprio di tutti gli strumenti indicati nella sezione B. 4. Gestione, su base discrezionale ed individualizzata, di portafogli di investimento nell'ambito di un mandato conferito dagli investitori, qualora tali portafogli includano uno o più strumenti contemplati nella sezione B. 5. Assunzione a fermo per tutte o per alcune emissioni degli strumenti indicati nella sezione B e collocamento di tali emissioni». Gli strumenti richiamati, quelli cioè di cui alla sezione B dell'Allegato, sono: «1. Valori mobiliari. 2. Quote di un organismo di investimento collettivo. 3. Strumenti del mercato monetario. 4. Contratti a termine (*futures*) su strumenti finanziari, compresi gli strumenti equivalenti che si regolano in contanti. 5. Contratti a termine su tassi di interesse (Fra). 6. Contratti Swaps su tassi di interesse, su valute o contratti di scambio connessi a indici azionari (*«equity swaps»*). 7. Opzioni per acquistare o vendere qualsiasi strumento contemplato da questa sezione dell'Allegato, compresi gli strumenti equivalenti che si regolano in contanti. Sono comprese in particolare in questa categoria le opzioni su valute e sui tassi di interesse».

[11] Versione aggiornata all'ultima modica attuata con le delibere n. 13082 del 18 aprile 2001 e n. 13710 del 6 agosto 2002.

La previsione regolamentare, che si riferisce agli **strumenti finanziari** e agli altri prodotti finanziari (art. 72 comma 1, regolamento Consob n. 11522), sembra essere pleonastica, laddove si osservi che nella categoria dei prodotti finanziari, rientrano, a norma dell'art. 1, comma 1, lett. *u*), TUF, proprio gli **strumenti finanziari**[12] e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria.

A parte la formulazione non proprio felice della norma secondaria, si osserva che, conformemente al quinto comma dell'art. 30, TUF, "le imprese di investimento possono procedere alla promozione e al collocamento a distanza anche dei prodotti che possono offrire fuori sede in base alle disposizioni di cui all'art. 36"[13] del regolamento Consob n. 11522.

Si tratta dei prodotti "diversi" dagli strumenti finanziari e dai servizi di investimento, la cui individuazione solleva i dubbi già esaminati con riferimento alla disciplina dell'offerta fuori sede:

a) quali sono i prodotti diversi?
b) vi rientrano anche i prodotti bancari e assicurativi?
c) si applica la disciplina dell'offerta a distanza con riferimento all'obbligo di avvalersi di promotori finanziari e al diritto di recesso?

Con riferimento a tale ultimo quesito, le soluzioni avanzate a tale problematica nell'ambito dell'offerta fuori sede devono essere richiamate *tout court* per l'offerta a distanza relativamente alle ipotesi in cui, come si vedrà più avanti, ricorre l'obbligo di avvalersi del promotore finanziario.

Le considerazioni effettuate per l'offerta fuori sede rimangono, dunque, valide anche con riferimento alla fattispecie dell'offerta a distanza, la quale presenta l'esclusiva peculiarità della determinazione del suo ambito di applicazione con riferimento alle tecniche di comunicazione a distanza che presentano alcuni particolari requisiti.

2.1. Le tecniche di comunicazione a distanza : requisiti.

Dalla disposizione legislativa *ex* art. 32, comma 1, TUF, emerge, come già osservato nel primo paragrafo, che la comunicazione a distanza si caratterizza innanzitutto per l'instaurazione di un rapporto spersonalizzato, nel senso che elemento costitutivo della comunicazione qualificabile come "a distanza" è proprio la mancanza

[12] Grassetto nostro.
[13] Articolo 73, comma 3, del regolamento Consob n. 11522.

di un contatto fisico e simultaneo delle parti contraenti (investitore e soggetto offerente o soggetto incaricato da quest'ultimo).

Ogni forma di contatto, che non consenta la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato, è qualificabile come tecnica di comunicazione a distanza[14], ma non tutte le tecniche di comunicazione a distanza assumono rilevanza ai fini dell'applicazione della disciplina dell'offerta a distanza[15].

Ai sensi dell'articolo 72, comma 1, regolamento Consob n. 11522, infatti, le tecniche di comunicazione a distanza rilevanti ai fini della disciplina in esame sono quelle "che consentano di stabilire un contatto con i singoli investitori:

a) con possibilità di dialogo o altre forme di interazione rapida;
b) anche senza possibilità di interazione rapida, qualora i documenti o i messaggi inviati presentino contenuto negoziale".

Si noti come la disposizione in esame è lungi dall'individuare le singole tecniche di comunicazione a distanza che possono essere impiegate nell'ambito dell'offerta a distanza, ma mira piuttosto a fornire dei criteri generali, mediante i quali pervenire ad una qualificazione che tenga conto delle caratteristiche del contatto venutosi a stabilire[16].

In particolare, il discrimine tra le due fattispecie, di cui alle lettere a) e b) del citato articolo, sembra da rinvenirsi nell'instaurazione di un'interazione rapida tra le parti e nel contenuto negoziale o meno della comunicazione. Tale distinzione, tuttavia, non appare funzionale ad una distinta disciplina, atteso che la Consob non ha ritenuto opportuno apprestare specifici strumenti di tutela in relazione all'uso di una delle tecniche appartenenti alle due distinte tipologie.

---

[14] Un'elencazione indicativa di tecniche di comunicazione a distanza è contenuta nell'allegato I alla direttiva n. 97/7/CE, riguardante la protezione dei consumatori in materia di contratti a distanza, e nell'allegato 1 al d.lgs. 22 maggio 1999, n. 185, attuativo della suddetta direttiva, ove appaiono: «stampati senza indirizzo; stampati con indirizzo; lettera circolare; pubblicità stampa con buono d'ordine; catalogo; telefono con intervento di un operatore; telefono senza intervento di un operatore (dispositivo automatico di chiamata, audiotext); radio; videotelefono (telefono con immagine); teletext (microcomputer, schermo di televisore) con tastiera o schermo sensibile al tatto; posta elettronica; fax; televisore (teleacquisto; televendita) ».

[15] Come già osservato, la disposizione legislativa di cui all'art. 32 esclude dalle tecniche di comunicazione a distanza, rilevanti ai fini della disciplina dell'offerta a distanza, la pubblicità, nonostante il carattere apersonale di quest'ultima.

[16] In senso conforme, cfr. ZITIELLO L., *L'offerta fuori sede*, in *Il nuovo diritto societario e dell'intermediazione finanziaria. Guida al Testo Unico della Finanza e ai provvedimenti attuativi*, a cura di DI NOIA C. – RAZZANTE R., Cedam, 1999, p. 146.

Piuttosto, l'Autorità di vigilanza pare aver voluto specificare che le tecniche di comunicazione a distanza, che non consentono un'interazione rapida, rilevano ai fini della disciplina dell'offerta a distanza solo laddove sia rinvenibile un contenuto negoziale delle stesse.

Con il ché, non si fa altro che ribadire un concetto già noto, quello cioè relativo alla disciplina giuridica della pubblicità, e alla distinzione tra mera pubblicità e attività di promozione.

D'altronde, non potrebbe essere diversamente, posto che la Consob non può certo derogare alla norma di legge e ampliare, in tal modo, i contenuti della fattispecie legale. Peraltro, le tecniche di comunicazione a distanza, che non presentino contenuto negoziale, non risultano sottoposte alla disciplina dell'offerta a distanza nemmeno nel caso in cui si desse vita ad un « dialogo » o ad una forma di « interazione rapida ».

Quanto al significato del concetto di « interazione rapida », come per ogni termine generale, l'individuazione dell'esatta portata della nozione pone qualche difficoltà. Innanzitutto, ci si chiede se il requisito della rapidità dell'interazione vada inteso nel senso della necessaria sincronia della comunicazione o, al contrario, se sono sottoposte alla disciplina dell'offerta a distanza tutte quelle fattispecie che, pur non consentendo un dialogo in tempo reale (il telefono per esempio), concedono alle parti di « dialogare » attraverso l'invio di messaggi asincroni.

Al quesito la Consob non fornisce una soluzione diretta, che è, invece, rinvenibile in una comunicazione effettuata dalla stessa Autorità di vigilanza[17] a proposito del significato di « interazione immediata » di cui all'articolo 76 del regolamento n. 11522, concernente l'obbligo di avvalersi del promotore finanziario.

---

[17] Comunicazione Consob n. DI/99091709/1999 del 15 dicembre 1999, disponibile sul sito www.consob.it . Tale comunicazione, inviata alla Assogestioni, riguarda la promozione e il collocamento in Italia di prodotti finanziari e servizi di investimento tramite *Internet*. In particolare, come sarà esaminato più avanti, le valutazioni e le interpretazione dell'Autorità di vigilanza concernono: 1) il criterio che la Commissione intende seguire per stabilire quando l'utilizzo di un sito *Internet* configuri la promozione o il collocamento a distanza di prodotti o servizi in Italia; 2) la sussistenza o meno dell'obbligo di utilizzare l'opera dei promotori finanziari nell'offerta a distanza mediante *Internet*. Incidentalmente, la Consob nella richiamata comunicazione fornisce, altresì, un'interpretazione dell'aggettivo "immediata" di cui all'art. 76, comma 1, del regolamento Consob n. 11522/1998, specificando che « l'aggettivo "immediata" debba essere inteso in senso più ampio di quello letterale e qualifichi tutte le forme di interazione in cui la ponderazione da parte dell'investitore della proposta ricevuta sia abbreviata (e l'adesione, pertanto, resa impulsiva) dalla facilità di utilizzo della stessa tecnica...».

La Consob, riconducendo nel concetto di « interazione immediata » ogni forma che abbrevi la ponderazione dell'investitore sulla proposta ricevuta (e consenta, pertanto, un'adesione « impulsiva »), ha ampliato il concetto fino a farlo coincidere sostanzialmente con quello di interazione rapida, da intendersi appunto come qualsiasi forma comunicativa che consente un'interagibilità fra soggetto offerente o suo incaricato e investitore in un regime temporale di quasi contestualità, tale da ridurre i tempi di riflessione del risparmiatore che si trova, pertanto, a compiere scelte impulsive e poco ponderate.

Oltre l'assenza fisica e simultanea del soggetto offerente o di un suo incaricato e del soggetto risparmiatore, dunque, le tecniche di comunicazione a distanza che risultano sottoposte alla disciplina dell'offerta a distanza includono tutte quelle forme comunicative che consentono una trasmissione informativa rapida ed agevole, avente contenuto negoziale e non meramente pubblicitario[18].

2.1.1. *Internet* come tecnica di comunicazione a distanza.

Tra le tecniche di comunicazione a distanza rientra, senza dubbio, *Internet*, sia nella modalità della posta elettronica, sia nella modalità del sito.

Un sito, come osservato dalla Consob[19], può contenere: "a) indicazioni circa le modalità con cui contattare un intermediario al fine di ricevere proposte contrattuali relative a prodotti finanziari e a servizi di investimento; b) strumenti con cui stabilire un contatto con l'intermediario (ad esempio, percorsi guidati per l'invio di messaggi di posta elettronica, *hipertext links*); c) proposte contrattuali

[18] La Consob ha avuto occasione di ricondurre tra le tecniche di comunicazione a distanza il telefono (Comunicazione n. DIS/99051449 del 1° luglio 1999, in *Bollettino Consob*, 1999, fasc. 7, p. 44). Tra le tecniche di comunicazione a distanza che consentono di dialogare o comunque un'interazione rapida vanno anche menzionati, a titolo esemplificativo, gli SMS.

[19] Si v. Comunicazione Consob n. DI/99052838 del 7 luglio 1999, disponibile sul sito www.consob.it. La comunicazione in oggetto affronta i seguenti argomenti: « 1) se Internet deve considerarsi una tecnica di comunicazione a distanza ai sensi dell'art. 72, comma 1, del regolamento Consob n. 11522/1998 e, più in particolare, se deve considerarsi una tecnica di comunicazione che consenta una comunicazione individualizzata e una interazione immediata con l'investitore, tale da richiedere, ai sensi dell'art. 76 del regolamento Consob n. 1522/1998, l'utilizzo di promotori finanziari; 2) in caso di risposta affermativa al quesito sub 1), come dovrebbe essere concretamente adempiuto l'obbligo di avvalersi di promotori finanziari nella comunicazione a distanza attraverso Internet ». In ordine al primo argomento, la Consob giunge alla conclusione che sia il sito che la posta elettronica sono potenzialmente idonei a costituire una tecnica di comunicazione a distanza rilevante ai sensi dell'art. 72, comma 1, del regolamento Consob n. 11522/1998.

standardizzate, aderendo alle quali con modalità varie (ad es. corrispondenza postale), incluso l'utilizzo di strumenti messi a disposizione dal sito (ad es. posta elettronica), gli investitori possono acquistare o sottoscrivere prodotti finanziari ovvero costituire rapporti aventi ad oggetto la prestazione di servizi di investimento". Tali caratteristiche, ad avviso dell'Autorità di vigilanza, portano senz'altro a concludere che un sito è potenzialmente una tecnica di comunicazione a distanza rilevante ai sensi dell'art. 72 del regolamento Consob n. 11522/1998, giacché il sito può consentire, in mancanza di una presenza fisica e simultanea dei potenziali contraenti, un'interazione, anche solo standardizzata, tra gli stessi, avente contenuto promozionale o negoziale[20].

I requisiti analizzati nelle pagine che precedono risultano, all'evidenza, pienamente soddisfatti.

Analogamente, la posta elettronica, consentendo un dialogo con gli investitori, nonché l'invio di messaggi a contenuto promozionale o negoziale, rientra potenzialmente nelle tecniche di comunicazione a distanza di cui all'articolo 72 del regolamento Consob n. 11522/1998.

3. Ambito soggettivo di applicazione della disciplina.

Gli articoli 71 e 73 del regolamento Consob, nel dettare la disciplina dei soggetti che possono effettuare in Italia la promozione e il collocamento a distanza di prodotti finanziari e di servizi di investimento, riproducono sostanzialmente la disciplina di cui all'articolo 30, commi 3 e 4, del TUF.

Viene, infatti, ricalcata la distinzione tra la tipologia dei soggetti autorizzati e quella dei soggetti abilitati, con qualche lieve innovazione. Ai sensi dell'articolo 71, per intermediari autorizzati si intendono: « le imprese di investimento, le banche e Poste Italiane S.p.A., autorizzate allo svolgimento del servizio di cui all'articolo 1,

[20] La Consob specifica, inoltre, che ai fini dell'applicazione della disciplina della promozione e del collocamento a distanza, l'impossibilità per il gestore del sito di stabilire il contatto con gli investitori di propria iniziativa, risulta irrilevante. La presenza in un sito di strumenti di interazione ovvero di messaggi promozionali o negoziali, secondo la Consob, è infatti equiparabile a una offerta permanente rivolta alla generalità del pubblico. (Comunicazione Consob n. DI/99052838 del 7 luglio 1999). Nella nostro ordinamento, l'offerta al pubblico è disciplinata all'art. 1336 c.c., a norma del quale la stessa offerta, "quando contiene gli estremi essenziali del contratto alla cui conclusione è diretta, vale come proposta, salvo che risulti diversamente dalle circostanze o dagli usi". Il secondo comma del citato articolo dispone, poi, che "la revoca dell'offerta, se è fatta nella stessa forma dell'offerta o in forma equipollente, è efficace anche in confronto di chi non né ha avuto notizia".

comma 5, lettera *c*), del Testo Unico nonché, nei casi e alle condizioni stabiliti ai sensi dell'articolo 18, comma 3, del Testo Unico[21], gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del decreto legislativo n. 385 del 1993, autorizzati alla prestazione del medesimo servizio » ; sono invece soggetti abilitati : « le SIM, (...), le banche italiane autorizzate alla prestazione di servizi di investimento, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del decreto legislativo n. 385 del 1993, autorizzati alla prestazione del servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettera *a*), del Testo Unico, limitatamente agli strumenti finanziari derivati, nei casi e alle condizioni stabiliti ai sensi dell'articolo 18, comma 3, del Testo Unico, le società di gestione del risparmio, le SICAV, gli agenti di cambio, Poste Italiane S.p.A., le imprese di investimento e le banche comunitarie ed extracomunitarie comunque abilitate alla prestazione di servizi di investimento in Italia ».

La formulazione della norma in oggetto, sebbene riproduca le disposizioni relative all'offerta fuori sede, presenta il merito della chiarezza per come essa appare elaborata.

Da una prima analisi, emerge che la categoria degli "intermediari autorizzati" comprende i soggetti autorizzati alla prestazione in Italia del servizio di collocamento di cui all'articolo 1, comma 5, lettera *c*),

---

[21] L'articolo 18 è collocato nella parte II (Disciplina degli intermediari), titolo II (Servizi di investimento), capo I (Soggetti e autorizzazione), del TUF. Ai sensi della disposizione richiamata:

"1. L'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi di investimento è riservato alle imprese di investimento e alle banche.

2. Le società di gestione del risparmio possono prestare professionalmente nei confronti del pubblico il servizio previsto dall'articolo 1, comma 5, lettera *d*).

3. Gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del T.U. bancario possono esercitare professionalmente nei confronti del pubblico, nei casi e alle condizioni stabiliti dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, i servizi previsti dall'articolo 1, comma 5, lettera *a*), limitatamente agli strumenti finanziari derivati, nonché dall'articolo 1, comma 5, lettera *c*).

4. Le Sim possono prestare professionalmente nei confronti del pubblico i servizi accessori e altre attività finanziarie, nonché attività connesse o strumentali. Sono salve le riserve di attività previste dalla legge.

5. Il Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, con regolamento adottato, sentite la Banca d'Italia e la Consob:

a) può individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi;

b) adotta le norme di attuazione e di integrazione delle riserve di attività previste dal presente articolo, nel rispetto delle disposizioni comunitarie".

TUF; mentre la categoria dei soggetti abilitati include i soggetti che sono abilitati a prestare qualsiasi servizio in Italia.

Le banche comunitarie, abilitate alla prestazione di servizi di investimento in Italia, possono, quindi, collocare a distanza tali servizi, sempre nel rispetto della disciplina interna.

Risulta, infatti, superata l'interpretazione estremamente formale dell'art. 73[22] del regolamento Consob n. 11522/1998, secondo la quale sarebbe preclusa ai soggetti comunitari, che possono prestare in Italia il servizio di collocamento in regime di mutuo riconoscimento, la possibilità di promuovere e collocare a distanza i prodotti finanziari e i servizi di investimento prestati da altri intermediari.

La Consob, con propria comunicazione[23], ha specificato, infatti, che la definizione del servizio di collocamento di cui all'art. 1, comma 5, lettera *c*), TUF ("collocamento con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente"), equivale in sostanza a quella contenuta nella sezione "A" (Servizi ammessi al mutuo riconoscimento)

---

[22] Ai sensi dell'art. 73, comma 2, infatti, "**I soggetti abilitati** possono effettuare la promozione e il collocamento a distanza dei **propri servizi di investimento**. **Gli intermediari autorizzati** possono effettuare la promozione e il collocamento a distanza **dei servizi di investimento prestati da altri intermediari** (grassetto aggiunto)". Si noti come la formulazione della norma dia vita ad un serio dubbio interpretativo circa la possibilità per imprese di investimento e banche comunitarie di effettuare un'offerta a distanza di servizi di investimento di altri intermediari, essendo tali soggetti annoverati, a norma dell'art. 71, fra "i soggetti abilitati". Quanto alla possibilità di collocare i prodotti finanziari di cui all'art. 72 (strumenti finanziari e altri prodotti finanziari), il primo comma dell'articolo 73 sembra interdire tale possibilità ai soggetti abilitati e, quindi, alle imprese di investimento e alle banche aventi natura comunitaria. Ai sensi del primo comma del citato articolo, infatti, "la promozione e il collocamento a distanza dei prodotti finanziari di cui all'art. 72 possono essere effettuati: a) dagli intermediari autorizzati, b) dalle società di gestione del risparmio, limitatamente alle quote di fondi comuni di investimento di propria istituzione o per i quali svolgono la gestione; c) dalle SICAV, limitatamente alle azioni di propria emissione".

[23] Comunicazione N. DI/99027949 del 13 aprile 1999. La richiesta di parere verte sul quesito se una succursale italiana, essendo stata abilitata a prestare il servizio di collocamento in regime di mutuo riconoscimento, possa svolgere il collocamento in Italia mediante offerta fuori sede. La Consob, oltre ad affermare quanto riportato nel testo, ribadisce ulteriormente che il richiamo operato dall'art. 30, comma 3, lett. a), e comma 4 del TUF, (vale a dire che l'offerta fuori sede di strumenti finanziari e servizi di investimento altrui può essere effettuata dai soggetti autorizzati allo svolgimento del servizio di collocamento di cui all'art. 1, comma 5, lett. c), TUF), deve intendersi riferito anche ai soggetti comunitari autorizzati nel paese di origine al servizio corrispondente. Ciò significa che la Consob non deve rilasciare apposita autorizzazione. Tuttavia, l'Autorità di vigilanza del paese di origine, ai sensi della direttiva 93/22/CEE, deve comunicare alla Consob e alla Banca d'Italia lo *status* giuridico dell'impresa comunitaria (regime autorizzativo nel paese di origine) che intende effettuare in Italia il collocamento fuori sede di strumenti finanziari o servizi di investimento prestati da altri intermediari.

dell'allegato al medesimo decreto ("assunzione a fermo per tutte o per alcune emissioni degli strumenti indicati nella sezione "B" e/o collocamento di tali emissioni")[24].

Pertanto, l'impresa comunitaria, che intenda collocare in Italia, mediante offerta fuori sede o a distanza, strumenti finanziari e servizi di investimento propri o di altri intermediari, sarà sottoposta solo all'obbligo di preventiva notifica e non anche all'obbligo di autorizzazione, essendo quest'ultima stata concessa dall'Autorità di vigilanza del paese di origine.

La formulazione dell'articolo 73 del regolamento Consob n. 11522/1998, che ha fatto sorgere i dubbi interpretativi di cui sopra, presenta il merito di contenere alcune importanti specificazioni relative allo svolgimento dell'offerta a distanza da parte di società di gestione del risparmio e SICAV.

Ai sensi dell'art. 73, comma 1, lettere b) e c), regolamento Consob n. 11522/1998, infatti " la promozione e il collocamento a distanza dei prodotti finanziari di cui all'art. 72 possono essere effettuati: a)(...); b) dalle società di gestione del risparmio, limitatamente alle quote di fondi comuni di investimento di propria istituzione o per i quali svolgono la gestione; c) dalle SICAV, limitatamente alle azioni di propria emissione".

La netta limitazione oggettiva, che risulta dalla disposizione in esame, è un dato da noi già acquisito nell'ambito dell'analisi dell'offerta fuori sede, e che trova piena e chiara conferma in sede di normazione secondaria.

4. Lo *ius poenitendi*: rinvio.

A livello di normazione secondaria, la previsione dello *ius poenitendi* nella fattispecie dell'offerta a distanza non è regolata da alcuna norma. Pertanto, la disciplina di cui all'art. 30, comma 6, TUF, che sospende l'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede ovvero a distanza, è la sola alla quale ci si debba riferire.

Le considerazioni svolte con riferimento all'offerta fuori sede conservano tutto il loro valore anche in relazione alla fattispecie dell'offerta a distanza, perciò si rinvia alle osservazioni esplicitate nel primo capitolo, al paragrafo 3.5.

[24] Si può ritenere, analogamente, che tale definizione trovi anche corrispondenza nelle attività ammesse al mutuo riconoscimento di cui all'art. 1, comma 2, del Testo Unico bancario.

In questa sede, ci si limita ad osservare che possono sorgere alcuni dubbi in merito alla corretta interpretazione del comma 6 dell'art. 30 del TUF, in relazione con quanto disposto dall'art. 30, comma 3, lettera *a*), del regolamento Consob n. 11522/1998[25].

Com'è noto, la norma di legge fa decorrere i sette giorni di sospensione dell'efficacia del contratto dalla data di sottoscrizione dello stesso, facendo, quindi, presumere che il contratto debba essere redatto necessariamente per iscritto, in quanto la sottoscrizione non può che essere apposta sostanzialmente sotto forma di firma autografa o di firma digitale[26].

Orbene, la norma regolamentare, prevedendo l'esenzione della forma scritta relativamente ai contratti di collocamento a distanza, sembrerebbe in netto contrasto con la disposizione di cui all'art. 30, comma 6, TUF sull'offerta fuori sede.

Tale *impasse* può essere superato considerando la sottoscrizione come momento di manifestazione della volontà negoziale, a prescindere dalla modalità e dalla forma con la quale tale volontà venga comunicata all'intermediario.

---

[25] Tale articolo concerne le modalità da rispettare nella redazione da parte dell'intermediario del contratto con l'investitore. Ai sensi del primo e del secondo comma: "Gli intermediari autorizzati non possono fornire i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto; una copia di tale contratto è consegnata all'investitore. Il contratto con l'investitore deve: a) specificare i servizi forniti e le loro caratteristiche; b) stabilire il periodo di validità e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso; c) indicare le modalità attraverso cui l'investitore può impartire ordini e istruzioni; d) prevedere la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire all'investitore a rendiconto dell'attività svolta; e) indicare e disciplinare, nei rapporti di negoziazione e ricezione e trasmissione di ordini, le modalità di costituzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte, specificando separatamente i mezzi costituiti per l'esecuzione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati e warrant; f) indicare le altre condizioni contrattuali eventualmente convenute con l'investitore per la prestazione del servizio." Il terzo comma disciplina le ipotesi in cui le disposizioni di cui al primo e al secondo comma non si applicano, specificando che esse sono escluse per la prestazione dei servizi: "a) di collocamento, ivi compresi quelli di offerta fuori sede e di promozione e collocamento a distanza; b) accessori, fatta eccezione per quelli di concessione di finanziamenti agli investitori e di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari".

[26] Quest'ultima è attualmente prevista dal d.p.r. n. 513/1997. Inoltre, il legislatore italiano ha recepito, con il decreto legislativo n. 10 del 23 gennaio 2002, la direttiva 1999/93/CE relativa ad un quadro comunitario per le firme elettroniche. Per un commento a tale decreto legislativo, si v. BECHINI U. – MICCOLI M., *Attuazione della direttiva europea sulla firma elettronica, ovvero la forma «sine probatione»*, in *Notariato*, n. 3, 2002, p. 327 ss.

D'altra parte, la Consob, conformemente alle previsioni di cui all'articolo 23 TUF[27], si è avvalsa della possibilità di derogare alla forma scritta, qualora motivate ragioni tecniche lo esigano.

Se così non fosse, sarebbe arduo spiegare perché e come in taluni casi la Consob abbia autorizzato la partecipazione al collocamento attraverso l'apposizione da parte del cliente di una semplice *password* per via informatica.

5. La disciplina regolamentare "aggiuntiva": l'obbligo di avvalersi del promotore finanziario.

Se la disciplina fin qui esaminata ricalca con lievi modificazioni quella relativa all'offerta fuori sede già esaminata nel primo capitolo, il dettato regolamentare prevede, invece, importanti novità per quanto concerne l'obbligo di avvalersi del promotore finanziario.

Attuando la facoltà concessa dal comma 2 dell'art. 32 TUF, la Consob ha, infatti, introdotto una deroga all'obbligo in oggetto, altrimenti imperativo nell'offerta fuori sede, salvo nel caso in cui l'offerta sia rivolta ad investitori istituzionali[28].

Ai sensi del primo comma dell'art. 76, regolamento Consob n. 11522/1998, l'obbligo di avvalersi dell'opera di promotori finanziari, nella promozione e nel collocamento a distanza, sussiste esclusivamente ove le tecniche di comunicazione a distanza impiegate

---

[27] L'articolo 23 TUF, prevede al suo primo comma che "i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento e accessori sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti. La Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che, per motivate ragioni tecniche o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma. Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo". Si noti che la Consob, nel derogare attraverso la previsione di cui all'art. 30, comma 3, lett. a), regolamento n. 11522/1998, alla forma scritta per la prestazione del servizio di promozione e collocamento a distanza, non ha fatto altro che esercitare un legittimo potere derogatorio attribuitole dal citato art. 23.

[28] Gli investitori istituzionali sono individuati all'art. 31, comma 2, regolamento Consob n. 11522/1998, che impiega, a tal fine, il termine di operatori qualificati. A norma del citato articolo, sono operatori qualificati: "gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo del 1° settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzione di amministrazione, direzione e controllo presso le società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante".

consentano una comunicazione individualizzata ed un'interazione immediata con l'investitore. Tale obbligo non ricorre, invece, laddove l'attività di promozione e di collocamento a distanza sia svolta su iniziativa dell'investitore, e sempre che l'iniziativa dell'investitore non sia stata sollecitata con messaggi a lui personalmente indirizzati (art. 76, comma 2, regolamento Consob n. 11522/1998).

A prima vista, le disposizioni di cui sopra sembrano di semplice e chiara lettura, ma, ad un esame più attento, non sfuggono i molteplici interrogativi cui la Consob è stata chiamata a rispondere.

Il requisito della comunicazione individualizzata sembra dover sussistere congiuntamente con quello dell'interazione immediata, dato l'uso della congiunzione "e". Tale sarebbe il risultato ermeneutico laddove la comunicazione individualizzata contenesse in sé un'imprescindibile funzione di caratterizzazione della fattispecie. Ma, a ben vedere, la comunicazione individualizzata nulla aggiunge ai presupposti utili alla qualificazione della fattispecie in termini di offerta a distanza, fra i quali rientra l'idoneità della tecnica di comunicazione a distanza nel consentire una relazione personale con l'investitore.

Come già altrove specificato, infatti, l'utilizzo di tecniche di comunicazione non idonee ad instaurare una relazione personale con l'investitore costituisce pubblicità e non promozione, quest'ultima sola attività qualificabile tra le due come offerta a distanza.

Pertanto, il requisito della comunicazione individualizzata, per avere una qualche rilevanza, va letto nel senso di una preventiva e possibile selezione dei destinatari dell'offerta, piuttosto che in termini di relazione personale[29].

Quanto al requisito dell'interazione immediata, molteplici considerazioni devono essere effettuate.

Innanzitutto, l'indefinibilità dell'esatta portata dell'aggettivo utilizzato non facilita certo l'individuazione precisa della fattispecie, lasciando spazio ad una pericolosa e incerta classificazione fra differenti tecniche in relazione al grado di interazione attuato: dalle tecniche che consentono un dialogo vero e proprio con l'investitore a quelle che concretizzano un'interazione rapida[30], passando per le tecniche che consentano un'interazione immediata, le quali

[29] In tal senso, cfr. PARRELLA F., *La disciplina speciale dell'offerta a distanza di «prodotti finanziari» e di «servizi di investimento»*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2000, p. 66, ove l'Autore interpreta l'aggettivo "individualizza" nel senso di "indirizzabile a".

[30] Articolo 72 del regolamento Consob n. 11522/1998.

sembrerebbero occupare un posto intermedio in termini di velocità d'interazione decrescente fra le tecniche sopra evocate.

La Consob[31] ha chiarito, tuttavia, che il concetto di interazione immediata vada riferito a tutte quelle "forme di interazione in cui la ponderazione da parte dell'investitore della proposta ricevuta risulti abbreviata (e l'adesione, pertanto, resa impulsiva) dalla facilità di utilizzo della stessa tecnica".

L'assistenza obbligatoria del promotore finanziario nell'offerta a distanza mediante tecniche di comunicazione in grado di instaurare una comunicazione individualizzata e un'interazione immediata sembrerebbe, pertanto, trovare la propria ragion d'essere nell'esigenza di tutela dell'investitore, le cui scelte potrebbero essere rese vulnerabili proprio dalle tecniche di comunicazione impiegate, aventi i requisiti di cui si discute.

Tuttavia, va notato che laddove sia l'investitore ad instaurare il contatto con il soggetto offerente, l'obbligo di avvalersi del promotore finanziario da parte dei soggetti abilitati non sussiste (*ex* art. 76, 2° comma), nemmeno laddove le tecniche impiegate consentano di stabilire una "comunicazione individualizzata" ed una "interazione immediata".

La *ratio* della disposizione in esame, dunque, sembra piuttosto risiedere nel ruolo passivo dell'investitore sollecitato a cura del soggetto abilitato con tecniche che consentano una "comunicazione individualizzata" ed una "interazione immediata", ruolo che richiede un maggior grado di tutela affinché l'investitore non "soccomba" sotto l'influenza del soggetto che sollecita l'investimento.

A conferma di ciò, si osservi che la deroga non trova applicazione nell'ipotesi in cui l'iniziativa dell'investitore «sia stata sollecitata con messaggi a lui personalmente indirizzati» (art. 76, 2 comma, regolamento Consob n. 11522/1998).

Peraltro, come specificato dalla stesa Autorità di vigilanza[32], affinché non operi l'obbligo di utilizzo del promotore finanziario, l'iniziativa dell'investitore deve sussistere lungo tutto la durata del

[31] Comunicazione n. DI/99091709/1999.

[32] Comunicazioni Consob n. DIS/99051449/1999 e n. DI/99052838/1999, concernenti la compravendita di quote di fondi comuni di investimento rispettivamente mediante il servizio di banca telefonica e mediante *Internet*, nonché comunicazione n. 99065403/1999, relativa anch'essa alla compravendita di quote di fondi comuni di investimento tramite *Internet*. Su tali comunicazioni ci si soffermerà più dettagliatamente nella seconda parte del presente lavoro.

contatto con il soggetto abilitato, e non solo all'inizio del contatto medesimo.

L'esonero dall'obbligo di avvalersi dell'opera di un promotore finanziario è, dunque, possibile se la provenienza dell'iniziativa sia attribuibile sempre all'investitore e solo con riferimento alle tecniche che consentano una "comunicazione individualizzata" ed una "interazione immediata".

5.1. *segue:* le modalità di adempimento degli obblighi informativi e di consegna.

Ulteriore disciplina speciale aggiuntiva può essere qualificata quella di cui all'art. 75 regolamento Consob n. 11522/1998, concernente gli obblighi di informazione e di consegna di documenti, i quali, previsti per l'offerta fuori sede, sono generalmente applicabili all'offerta a distanza.

La Consob, piuttosto che individuare i singoli obblighi, si è limitata a richiamarli[33], concentrandosi sulle modalità di adempimento degli stessi.

Ai sensi dell'art. 75, comma 2 e 3, reg. n. 11522/1998 :

- "le informazioni e i chiarimenti dovuti agli investitori devono essere forniti, in modo chiaro e comprensibile, con modalità adeguate alle caratteristiche della tecnica di comunicazione impiegata (comma 2).
- I documenti dei quali il Libro III prevede la consegna agli investitori o il rilascio da parte di questi ultimi possono essere trasmessi anche mediante utilizzo di tecniche di comunicazione a distanza, purché le caratteristiche di queste ultime siano con ciò

[33] Ai sensi del primo comma dell'art. 75: "Nella promozione e nel collocamento a distanza i soggetti abilitati devono osservare le disposizioni del libro III". Il Libro III, concernente la prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva, individua tanto le regole generali applicabili ad ogni servizio di investimento, tanto gli obblighi comportamentali ed informativi specifici ad ogni singolo servizio, dettandone puntualmente la disciplina. A titolo esemplificativo, si pensi all'informativa sull'adeguatezza dell'operazione di cui all'art. 29, comma 3, reg. Consob n. 11522/1998, oppure all'autorizzazione scritta dell'investitore ad effettuare l'investimento nonostante l'esistenza di un conflitto di interessi prevista dall'art. 27, comma 2, del citato regolamento, o, ancora, all'obbligo di consegna all'investitore del documento sui rischi generali degli investimenti relativi a strumenti finanziari di cui all'art. 28, comma 1, lett. b), reg. Consob n. 11522/1998.

compatibili e consentano al destinatario dei documenti di acquisirne la disponibilità su supporto duraturo (comma 3)[34]."

La chiarezza e la comprensibilità delle informazioni, corollario generale già presente nel TUF[35], sembrano rispettivamente riferirsi alla modalità di esposizione e al contenuto dell'informazione medesima, le quali devono consentire la focalizzazione da parte dell'investitore dell'informazione rilevante ai fini dell'investimento, nonché la piena comprensione del messaggio comunicativo.

Tali elementi, prodromici all'adeguata e continuata informazione del cliente di cui all'art. 21, comma 1, lett. *b*), TUF, devono essere forniti attraverso una modalità adeguata alla tecnica di comunicazione a distanza utilizzata, modalità non certo individuabile a priori, ma che dipende dalle peculiarità della particolare tecnica impiegata[36].

Tautologica appare la previsione di cui al terzo comma dell'art. 75, secondo la quale l'impiego di tecniche di comunicazione a distanza per trasmettere i documenti che devono essere consegnati o rilasciati è possibile, purché le caratteristiche della tecnica impiegata siano con ciò compatibili.

Appare evidente, infatti, che ove la tecnica non consenta la consegna del documento, il quesito circa l'utilizzabilità della medesima per adempiere gli obblighi richiamati non si pone affatto.

Più rilevante, invece, la limitazione alla possibilità di trasmettere il documento mediante tecniche di comunicazione a distanza, laddove non sia consentito all'investitore di acquisirne la disponibilità su un supporto duraturo.

È chiaro che, nell'ottica di un'efficiente tutela, l'investitore deve poter disporre delle informazioni e dei documenti giuridicamente rilevanti per l'intera durata del rapporto intrattenuto con il soggetto offerente, e non solo nella fase di formazione del contratto.

Gli obblighi esaminati (impiego delle sole tecniche di comunicazione che consentono la fruizione da parte dell'investitore di un'informazione chiara e comprensibile, fornita con modalità adeguate alle peculiarità di ciascuna tecnica, nonché l'acquisizione dei documenti su supporti duraturi), garantendo una certa diligenza

---

[34] I medesimi obblighi sono ribaditi, salvo lievi differenze, a carico del promotore finanziario dall'art. 95, comma 4, reg. Consob n. 1522/98.

[35] Si veda l'art. 21 TUF che detta i criteri generali da osservare nello svolgimento dei servizi di investimento, ripresi puntualmente dalla Consob nel Libro III del regolamento n. 11522/1998.

[36] Si pensi alla differenza tra un formulario inviato per corriere e un formulario inviato per posta elettronica che devono essere concepiti in maniera del tutto differente.

comportamentale del soggetto offerente e/o del promotore finanziario, sono diretti, dunque, a tutelare l'investitore sotto un profilo informativo.

6. La direttiva comunitaria sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari: le informazioni preliminari.

Alla realizzazione di un mercato europeo integrato dei servizi finanziari, si é aggiunta una tappa importante con l'adozione da parte del Parlamento Europeo e del Consiglio, in data 23 settembre 2002, della direttiva 2002/65/CE[37], concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori[38] [39].

Scopo della direttiva é quello di ridurre al minimo i rischi di frammentazione del mercato, attraverso il ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri relative alla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori[40], nell'ottica di un elevato livello di protezione di questi ultimi[41].

Alcune disposizioni della direttiva in oggetto sono innovative rispetto alle previsioni dell'ordinamento italiano in tema di offerta a distanza, il ché richiede un'analisi puntuale al fine di comprendere, in una prospettiva *de iure condendo*, in quale misura e in quale direzione il quadro normativo, delineato nei paragrafi che precedono, dovrà essere modificato.

---

[37] GU L271 del 9.10.2002, p. 16 ss. La direttiva dovrà essere adottata dagli Stati membri, ex art. 21 della stessa, al più tardi il 9 ottobre 2004.

[38] Il lungo processo iniziato con la proposta di direttiva sulla vendita a distanza dei servizi finanziari (in GU C385 dell'11.12.1998, p. 10 ss.) si é concluso quindi secondo la procedura deliberativa di cui all'art 251 del trattato di Roma (Parere del Parlamento europeo del 5.5.1999, in GU C279 dell'1.10.1999, p. 207 , posizione comune del Consiglio del 19.12.2001, in GU C58 E del 5.3.2002, p. 32, e decisione del Parlamento europeo del 14.5.2002. Decisione del Consiglio del 26.6.2002).

[39] Per un commento puntuale sulle norme della direttiva, si v. BRAVO F., *Commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori*, Ipsoa, 2002.

[40] Si veda l'art. 1.

[41] Si v., per esempio, il primo considerando, in cui si legge: "Nell'ambito della realizzazione degli obiettivi del mercato interno è necessario adottare le misure intese a consolidare progressivamente tale mercato, misure che devono d'altro canto contribuire al conseguimento di un livello elevato di protezione dei consumatori conformemente agli articoli 93 e 153 del trattato". Ancora, nel terzo considerando: "Nell'ambito del mercato interno, è interesse dei consumatori poter accedere senza discriminazione alla gamma quanto più ampia possibile di servizi finanziari disponibili nella Comunità, onde poter scegliere quelli meglio rispondenti ai loro bisogni. Per assicurare la libertà di scelta dei consumatori, loro diritto essenziale, occorre un elevato livello di protezione del consumatore per aumentare la fiducia del consumatore nel commercio a distanza".

La direttiva, che concerne i contratti a distanza, aventi per oggetto servizi finanziari, conclusi tra un fornitore e un consumatore mediante una tecnica di comunicazione a distanza[42], detta importanti

[42] Le definizioni dei concetti richiamati sono contenute all'articolo 2, il quale specifica che ai fini della direttiva: " s'intende per:

a) «contratto a distanza»: qualunque contratto avente per oggetto servizi finanziari, concluso tra un fornitore e un consumatore nell'ambito di un sistema di vendita o di prestazione di servizi a distanza organizzato dal fornitore che, per tale contratto, impieghi esclusivamente una o più tecniche di comunicazione a distanza fino alla conclusione del contratto, compresa la conclusione del contratto stesso;
b) «servizio finanziario»: qualsiasi servizio di natura bancaria, creditizia, assicurativa, servizi pensionistici individuali, di investimento o di pagamento;
c) «fornitore» 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;
d) «consumatore»: qualunque persona fisica che, nei contratti a distanza, agisca per fini che non rientrano nel quadro della propria attività commerciale o professionale;
e) «tecnica di comunicazione a distanza»: qualunque mezzo che, senza la presenza fisica e simultanea del fornitore e del consumatore, possa impiegarsi per la commercializzazione a distanza di un servizio tra le parti;
f) «supporto durevole»: qualsiasi strumento che permetta al consumatore di memorizzare informazioni a lui personalmente dirette in modo che possano essere agevolmente recuperate durante un periodo di tempo adeguato ai fini cui sono destinate le informazioni stesse, e che consenta la riproduzione immutata delle informazioni memorizzate;
g) «operatore o fornitore di tecnica di comunicazione a distanza»: qualunque persona fisica o giuridica, pubblica o privata, la cui attività commerciale o professionale consista nel mettere a disposizione dei fornitori una o più tecniche di comunicazione a distanza".

Appare opportuno svolgere alcune considerazioni sull'esatto campo di applicazione della presente direttiva. Con riferimento alle tecniche di comunicazione a distanza, si noti come il concetto impiegato non sia dissimile da quello che si ritrova nel TUF. Si segnala, tuttavia, che l'uso di tecniche di comunicazione a distanza per *l'intera commercializzazione* sembra escludere dalla disciplina i casi in cui si ricorra ad una differente modalità relazionale, anche in una sola delle fasi di detta commercializzazione. Tale conclusione ci appare eccessiva, ma conforme alla lettera della norma. La limitazione dell'applicazione della direttiva ai rapporti con i consumatori, invece, non fa altro che escludere dalla disciplina i rapporti tra fornitore ed investitori qualificati, analogamente a quanto osservato in tema di offerta a distanza. In ambito comunitario, infatti, è ormai superata la distinzione tra risparmiatore e consumatore: il risparmiatore non professionale è considerato, quindi, come un consumatore di prodotti o servizi finanziari (in tal senso, cfr. ALPA G., *La tutela del risparmiatore nella intermediazione mobiliare*, in ALPA G., *Trattato di diritto civile, I. Storia, fonti, interpretazione*, Milano, 2000, p. 701). Per quanto concerne la definizione di servizi finanziari, essa è nettamente più estesa di quella tipica dell'esperienza giuridica italiana: la medesima copre, infatti, tutti i servizi finanziari suscettibili di essere forniti a distanza, sebbene taluni di essi continuino ad essere disciplinati da altre specifiche disposizioni della legislazione comunitaria (cfr. *Considerando* n. 14). Qualche chiarimento va fatto anche sulla nozione di "fornitore contrattuale": l'inciso "contrattuale" è da accogliere positivamente, poiché esso contribuisce a rendere applicabile la disciplina anche al fornitore che si avvalga dell'intermediazione di altri soggetti per la commercializzazione a distanza. Appare criticabile, invece, il mancato richiamo alla figura dell'intermediario per

disposizioni riguardanti il profilo informativo, lo *ius poenitendi*, nonché regole inerenti i pagamenti dei servizi, le comunicazioni non richieste e l'onere della prova.

Poiché l'ambito applicativo della medesima è identificato con riferimento ai servizi finanziari, tra cui i servizi di investimento, è chiaro che si possono avere aree di sovrapposizioni tra previsioni comunitarie e previsioni nazionali in tema di offerta a distanza proprio dei servizi di investimento.

In tale sede, si circoscriverà l'analisi alle sole norme che possono interessare direttamente o indirettamente la disciplina dell'offerta a distanza relativamente ai profili già esaminati, rinviando l'esame delle disposizioni inerenti ai momenti patologici (conflitti di giurisdizione o di legge) nella parte del lavoro a ciò appositamente dedicata.

Come già visto, la disciplina dell'offerta a distanza contiene norme[43] circa le modalità con cui fornire le informazioni e i documenti richiesti dalle differenti disposizioni di cui al Libro III del regolamento Consob n. 11522/98.

Proprio sulla problematica dell'informazione da fornire al consumatore[44] (artt. 3 e 4) e sulle modalità con cui renderla fruibile (art. 5), la direttiva ha introdotto principi ulteriori rispetto a quelli di cui all'art. 75, commi 2 e 3, regolamento Consob n. 11522/1998: le informazioni devono essere fornite in modo chiaro e comprensibile con qualunque mezzo adeguato alla tecnica di comunicazione a distanza utilizzata, tenendo conto dei principi di buona fede nelle transazioni commerciali e dei principi che disciplinano la protezione delle persone che, secondo la legislazione degli Stati membri, sono ritenute incapaci, quali i minori (art. 3, secondo comma); tali

---

la fornitura del servizio o per la conclusione del contratto, al quale non sembrerebbe applicabile la Direttiva, anche in considerazione del fatto che il diciannovesimo *Considerando* usa il verbo al condizionale nello specificare che: «la presente direttiva *dovrebbe* tuttavia applicarsi anche quando una delle tappe della commercializzazione comporta la partecipazione di un intermediario. In considerazione della natura e del grado di tale partecipazione, le disposizioni pertinenti alla presente direttiva *dovrebbero* applicarsi a detto intermediario». Il riferimento al grado e alla natura dell'intervento sembra, inoltre, confinare l'eventuale estensione della disciplina ad una ipotetica prospettazione di principio.

[43] Articolo 75 reg. Consob n. 1522/98.

[44] L'obbligo di fornire informazioni rappresenta una prima fondamentale forma di tutela per il consumatore. Sul punto, cfr. ALPA G., *La trasparenza del contratto nel settore bancario, finanziario e assicurativo*, in *Giur. it.*, 1992, IV, 411 ss.; CARRIERO G., *Vendita a distanza, informazione precontrattuale, disciplina comunitaria: la tutela del consumatore di servizi finanziari*, in *I diritti dei consumatori e degli utenti*, a cura di ALPA G. – LEVI A., Milano, 2001, p. 372 ss.

informazioni, nonché tutte le condizioni contrattuali, devono essere fornite in tempo utile su supporto cartaceo o altro supporto durevole disponibile ed accessibile per il consumatore prima della conclusione del contratto, o dopo la conclusione dello stesso, se avvenuta su richiesta del consumatore utilizzando una tecnica che non consenta la trasmissione delle condizioni contrattuali (art. 5, commi 1 e 2). Inoltre, il consumatore, se lo richiede, ha diritto di ricevere le condizioni contrattuali su supporto cartaceo in qualsiasi momento del rapporto contrattuale (art. 5, comma 3).

Si noti che la direttiva, come l'articolo 75 del regolamento Consob n. 11522/98, richiama i principi di chiarezza e comprensibilità delle informazioni, nonché di adeguatezza del mezzo nel fornire le informazioni rispetto alla tecnica di comunicazione impiegata.

A differenza dell'art. 75 reg. Consob, però, il provvedimento comunitario si sforza di tutelare i minori o gli altri soggetti in stato di incapacità[45].

La disposizione è interessante, poiché nel nostro ordinamento giuridico l'uso di tecnologie evolute (quale l'utilizzo di *Internet*) potrebbe, *ex* art. 1426 c.c., rendere non configurabile l'annullabilità del contratto: il principio della tutela dell'affidamento del fornitore prevarrebbe, in tal caso, sul principio di tutela del soggetto legalmente incapace di contrarre di cui all'art. 1425 c.c.

Pertanto, l'adeguatezza di cui alla previsione in commento dovrebbe concretizzarsi anche attraverso riscontri circa l'identità del soggetto contraente e della sua data di nascita[46], processo reso possibile, tra l'altro, attraverso l'uso della firma digitale.

La Direttiva prescrive, inoltre, all'art. 3, paragrafo 1, che le informazioni di cui trattasi devono essere fornite al consumatore "in tempo utile", prima che lo stesso "sia vincolato da un contratto a distanza o da un'offerta".

La ratio è ovviamente quella di permettere al consumatore la lettura completa delle condizioni contrattuali in una fase antecedente all'instaurazione del vincolo negoziale.

Opportunamente, la norma in oggetto considera la possibilità che il contraente possa rimanere giuridicamente vincolato anche in un

---

[45] Sul tema della tutela dei minori nella contrattazione a distanza, si v. ZANETTI VITALI, *La tutela dei minori nel commercio elettronico*, in *Il commercio elettronico*, a cura di FRANCESCHELLI V., Milano, 2001, p. 109 ss.

[46] La precisa individuazione dell'identità del soggetto conferente è resa, inoltre, obbligatoria dalle previsioni della legge antiriciclaggio.

momento precedente alla conclusione di un contratto, quando, per esempio, egli abbia effettuato una proposta irrevocabile[47].

Rispetto alla disposizione dell'art. 75 reg. Consob che tace sul punto[48], il provvedimento comunitario prevede dunque l'ulteriore principio secondo il quale le informazioni preliminari e le condizioni contrattuali devono essere comunicate al consumatore "in tempo utile", prima che questi rimanga vincolato.

L'utilità in questione va senz'altro valutata in relazione al tempo necessario al consumatore per maturare un consenso pieno e consapevole sull'operazione propostagli. Ma, come la formulazione della norma lascerebbe intendere, la valutazione di tale lasso temporale sembrerebbe rimessa al fornitore, il che appare criticabile in quanto ciò potrebbe di fatto svilire la tutela del consumatore che si era intesa garantire.

Sarebbe, quindi, stato più opportuno che il legislatore comunitario avesse individuato in maniera puntuale il riferimento temporale, sì da evitare un potenziale pregiudizio per il consumatore.

Le condizioni contrattuali e le informazioni preliminari devono essere comunicate al consumatore, oltre che in tempo utile, anche su supporto cartaceo o su altro supporto durevole (art. 4, comma 1 della Direttiva n. 2002/65/CE).

Com'è noto, anche l'art. 75 reg. Consob n. 1522/98, prevede, al suo terzo comma, che «i documenti dei quali il Libro III prevede la consegna agli investitori o il rilascio da parte di questi ultimi possono essere trasmessi anche mediante utilizzo di tecniche di comunicazione a distanza, purché le caratteristiche di queste ultime siano con ciò compatibili e consentano al destinatario dei documenti di acquisirne la disponibilità su **supporto duraturo**[49]».

---

[47] Si tratta di un'ipotesi remota, ma che può sempre verificarsi in concreto.

[48] Si osserva che l'art. 75 reg. Consob, richiamando le disposizioni relative ai singoli servizi di cui al reg. n. 11522/98, rende applicabile all'offerta a distanza le regole proprie ad ogni servizio di investimento e, quindi, tutte quelle disposizioni che impongono al soggetto offerente o all'intermediario di fornire all'investitore le informazioni o i documenti prescritti *prima* che venga concluso il contratto relativo alla fornitura di un determinato servizio (si vedano, in tal senso e a titolo esemplificativo, l'art. 27 sul conflitto di interessi, l'art. 28 sulle informazioni tra gli intermediari e gli investitori *prima* della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza, l'art. 36 sull'obbligo del promotore finanziario nell'offerta fuori sede per la consegna, tra l'altro, agli investitori, *prima* della sottoscrizione del documento di acquisto o di sottoscrizione degli strumenti finanziari e degli altri prodotti finanziari, di copia del prospetto informativo e dei documenti contrattuali per la fornitura dei servizi di investimento). Si noti che tutte le disposizioni richiamate non contengono il requisito aggiuntivo di cui si discute, quello cioè della comunicazione "in tempo utile".

[49] Grassetto nostro.

Occorre, a questo punto, chiarire l'esatto concetto di supporto durevole, poiché appare interessante, ai nostri fini, determinare se, nel caso dell'utilizzo di *Internet* per la commercializzazione a distanza dei servizi di investimento, un sito *Web* possa essere qualificato come tale.

Ai sensi dell'art. 2, lett. *f*), della Direttiva, per supporto durevole s'intende: «*qualsiasi strumento che permetta al consumatore di memorizzare informazioni a lui personalmente dirette in modo che possano essere agevolmente recuperate durante un periodo di tempo adeguato ai fini cui sono destinate le informazioni stesse, e che consenta la riproduzione immutata delle informazioni memorizzate*».

Così come formulata[50], la norma sembra escludere dal concetto di supporto durevole i siti *web*.

Questi ultimi, infatti, sebbene consentano la possibilità al consumatore di memorizzare le informazioni in essi contenute e di recuperarle agevolmente, sono generalmente rivolti *ad incertam personam,* nonché modificabili, in quanto concepiti nel formato *htm* o *html*.

Difetterebbero, quindi, i requisiti della comunicazione diretta e personale e quello dell'immutabilità dell'informazione, che, tuttavia, potrebbero essere rispettati attraverso una particolare strutturazione del sito: basterebbe, infatti, che le informazioni da fornire al consumatore siano contenute in appositi *files,* resi immodificabili da particolari *software*, ai quali solo il consumatore possa accedere attraverso il rilascio di un codice identificativo (*user id*) e di una chiave logica (*password*).

Inoltre, affinchè venga rispettato il requisito dell'agevole recupero delle informazioni per un periodo di tempo adeguato, sarebbe necessario che il consumatore possa "scaricare" i *files*, onde registrarli su supporti di propria disponibilità.

Oltre alle modalità di comunicazione delle informazioni, la Direttiva detta disposizioni in merito al contenuto delle medesime.

Ai sensi dell'art. 3, comma 1, infatti, le informazioni da fornire obbligatoriamente al consumatore riguardano, in primo luogo,

---

[50] La norma sembra riferire l'immutabilità della riproduzione al supporto fisico (lo strumento) e non all'uso di un dispositivo logico (*software*). Pertanto, sembrerebbero esclusi dal concetto di supporto durevole i *floppy disk*, i cd-rom riscrivibili, l'*hard disk* e i siti *web*. Il *Considerando* n. 20, tuttavia, specifica che: "I supporti durevoli comprendono in particolare i dischetti, i CD-ROM, i DVD e il disco fisso del computer del consumatore che tiene in memoria messaggi di posta elettronica, ma non comprendono i siti Internet tranne quelli che soddisfino i criteri di cui alla definizione di supporto durevole".

l'identità del fornitore, la descrizione dell'attività principale svolta dallo stesso, l'identità di eventuali rappresentanti o professionisti con i quali il consumatore si trova ad operare, nonché l'individuazione del registro pubblico su cui eventualmente risulti iscritto il fornitore[51] o, qualora l'attività del fornitore sia soggetta ad autorizzazione, gli estremi della competente Autorità di controllo.

Con riferimento a tale ultima informazione, si osserva che, qualora il servizio venga offerto tramite *Internet*, sarebbe stato opportuno prevedere un *link* al sito *Web* dell'Autorità di controllo, il quale contiene, com'è noto, delle pagine elettroniche con i dati relativi alle autorizzazioni o alle iscrizioni dei fornitori e dei soggetti intermediari di cui lo stesso eventualmente si avvalga.

Un secondo nucleo di informazioni concerne il servizio finanziario offerto, onde rendere trasparente le caratteristiche dello stesso, il prezzo, gli oneri aggiuntivi anche eventualmente dovuti a causa dell'utilizzo della tecnica di comunicazione a distanza, i profili di rischio connessi, nonché le modalità di pagamento e di esecuzione.

Informazioni dettagliate devono essere fornite anche sul contratto a distanza da concludere (art. 3, comma primo, n. 3): l'esistenza o la mancanza del diritto di recesso, la durata e le modalità di esercizio e le conseguenze derivanti dal mancato esercizio dello stesso; la durata minima del contratto a distanza, la possibilità o meno di porre fine al contratto prima delle scadenza o unilateralmente; le eventuali clausole circa la legislazione applicabile e/o il foro competente; la lingua o le lingue utilizzate per le informazioni preliminari e per le comunicazioni effettuate per tutta la durata del contratto[52].

Rilevante è l'informazione sulla legislazione applicabile, la cui individuazione è di estrema importanza per molteplici profili: in relazione ad essa si determinano, infatti, il regime applicabile agli atti negoziali, il momento di conclusione del contratto, ecc..

Lo stesso va detto per la previsione relativa all'informazione sulla lingua che verrà impiegata per la comunicazione delle condizioni contrattuali e le informazioni preliminari, importante soprattutto nelle operazioni transfrontaliere che l'uso di tecniche di comunicazione a distanza facilita.

---

[51] Sorprende il fatto che tale informazione non sia prevista per i rappresentanti e per i professionisti di cui si avvalga il fornitore di servizi finanziari.

[52] In caso di comunicazione mediante telefonia vocale, le informazioni da fornire sono più succinte e possono essere erogate solo su espresso consenso del consumatore (v. art. 3, comma terzo).

Si tratta di informazioni che la nostra legislazione nazionale prescrive in diverse norme con riferimento ai singoli servizi, sebbene alcune informazioni non trovano riscontro analago nella suddetta disciplina, quali, per esempio, quelle relative alla disciplina applicabile e alla lingua impiegata nelle comunicazioni.

Sul piano informativo, l'adozione della Direttiva non dovrebbe modificare, pertanto, la normativa vigente, ma piuttosto comportare l'introduzione di previsioni aggiuntive che prescrivano un obbligo informativo per tutte quelle notizie preliminari per le quali non è rintracciabile un analogo obbligo nel nostro ordinamento.

Tanto più che la Direttiva pone un principio di rinvio, aperto e generico, agli ulteriori requisiti informativi contenuti nelle disposizioni speciali che regolano i diversi servizi finanziari (quindi anche quelli creditizio, del mercato mobiliare, ed assicurativo), le quali rimangono, ai sensi dell'articolo 4, pienamente applicabili.

Scelta condivisibile quella di richiamo alle normative di settore, che, inevitabilmente, presentano delle peculiarità proprie alla natura del servizio offerto e/o del soggetto offerente.

Suscita, invece, qualche perplessità la possibilità riconosciuta agli Stati membri, in attesa di un'ulteriore armonizzazione, di mantenere o introdurre disposizioni più rigorose riguardo ai requisiti in materia di informazioni preliminari (art. 4, comma secondo), purché tali disposizioni siano conformi al diritto comunitario: la presenza di norme più rigorose in alcuni Stati membri, seppure conformi al dettato comunitario, è, infatti, sufficiente ad alterare il regime di concorrenza a livello transfontaliero ed a diversificare il livello di tutela del consumatore a seconda della legislazione applicabile.

Si verrebbe, quindi, a creare una forte disomogeneità che prenderebbe le mosse proprio da un provvedimento diretto ad armonizzare le normative degli Stati membri, con il paradossale risultato della necessità di un ulteriore intervento di armonizzazione normativa in un settore che avrebbe già dovuto esserlo.

Complessivamente, comunque, l'adozione della Direttiva dovrebbe rafforzare le garanzie informative a tutela del consumatore-risparmiatore, onde favorire, com'è nello stesso spirito del provvedimento comunitario, un impiego esteso delle tecniche di comunicazione a distanza nella commercializzazione dei servizi finanziari.

6.1. *segue*: Il diritto di recesso.

Importanti, ai nostri fini, sono anche le previsioni in materia di diritto di recesso. L'articolo 6 della Direttiva stabilisce che venga previsto dagli Stati membri un termine di recesso di quattordici giorni di calendario a favore del consumatore per poter recedere senza penali e senza doverne indicare il motivo, a decorrere dalla conclusione del contratto o dalla data in cui il consumatore riceve le condizioni contrattuali e le informazioni di cui all'art. 5, paragrafi 1 e 2, se tale data é posteriore alla precedente (eccezion fatta per i contratti a distanza aventi ad oggetto le assicurazioni sulla vita, per i quali il termine di recesso é esteso a 30 giorni a decorrere dal momento in cui al consumatore viene comunicato che il contratto é stato concluso[53]).

Tale diritto concerne i contratti a distanza aventi ad oggetto i servizi finanziari, tra cui anche e tutti i servizi di investimento.

Com'è noto, invece, il diritto di recesso di cui all'art. 30, comma 6, TUF, riguarda solo i contratti di collocamento di strumenti finanziari (e di altri prodotti finanziari) ed il servizio di gestione di portafogli individuali.

In sede di recepimento della Direttiva, pertanto, la disciplina dell'offerta a distanza dovrà essere modificata conformemente al precetto comunitario.

Peraltro, il termine accordato al risparmiatore dovrà essere elevato da 7 gg. a 14 gg. di calendario quale regola generale, e a 30 gg. per i contratti a distanza aventi per oggetto le assicurazioni vita e le operazioni su schemi pensionistici individuali[54].

Il *dies a quo*, ai sensi della norma comunitaria, coincide con il momento della conclusione del negozio solo se le condizioni contrattuali e le informazioni preliminari siano state fornite al consumatore prima della conclusione del medesimo. In caso contrario, infatti, il recesso inizia a decorrere dalla data di ricezione di tali elementi.

---

[53] La disposizione è analoga a quella di cui all'art. 111, comma 1, d. lgs. 174/95, che prevede l'attribuzione di un diritto di recesso per i contratti di assicurazione sulla vita, da esercitarsi entro trenta giorni dal momento in cui il contraente è informato della conclusione del contratto. Secondo la norma richiamata, tuttavia, il diritto di recesso non trova applicazione per i contratti di durata pari o inferiore ai sei mesi (art. 111, comma 5, d. lgs. 174/95). Tale limitazione non è contemplata dalla Direttiva in esame, per cui, in seguito all'adozione della medesima, il 5° comma dell'art. 111 dovrebbe essere abrogato.

[54] Art. 6, comma 1, direttiva n. 2002/65/CE.

Per i servizi assicurativi del ramo vita, tuttavia, il *dies a quo* è calcolato a partire dal momento in cui al consumatore viene comunicata la conclusione del contratto[55].

È di tutta evidenza, come ai fini della corretta applicazione della norma di cui si discute, sia necessario individuare l'esatto momento di perfezionamento del negozio, cosa non semplice qualora vengano impiegate tecniche di comunicazione a distanza.

La Direttiva non prevede alcun termine decadenziale per l'esercizio del diritto di recesso.

Ciò significa che, nell'ipotesi in cui difetti la comunicazione delle informazioni preliminari e delle condizioni contrattuali di cui all'art. 3 della medesima Direttiva, il consumatore potrà esercitare il diritto di recesso senza alcun limite temporale.

Viene, così, ad instaurarsi uno stretto collegamento fra recesso ed informazione[56], di cui si dovrà tener conto in sede di recepimento della Direttiva, anche con riferimento alla modifica del *dies a quo*.

La Direttiva contempla, come la disciplina nazionale, ipotesi di "esclusione necessaria" del diritto di recesso, senza peraltro tralasciare ipotesi di "esclusione eventuale" del medesimo.

Il diritto di ripensamento è innanzitutto escluso per i servizi il cui prezzo può variare in funzione dei corsi dei mercati finanziari che il fornitore non può prevedere, né controllare[57].

La *ratio* di tale previsione è analoga a quella di cui all'art. 30, comma 8, TUF, che esclude il diritto di recesso per le OPV e le OPS, onde evitare comportamenti opportunistici da parte del consumatore.

---

[55] Per i rapporti assicurativi del settore "non vita", la mancata estensione della norma induce a ritenere che questi ultimi siano assoggettati alla regola generale che individua nella conclusione del contratto il momento di decorrenza del termine per il recesso.

[56] Il forte collegamento tra recesso ed informazione sembra accordare massima rilevanza alla formazione di un consenso pieno ed informato. Qualora, infatti, il fornitore ometta la trasmissione delle condizioni contrattuali e delle informazioni preliminari, egli può vedersi opporre il diritto di recesso in qualunque tempo. Ciò dovrebbe spingere lo stesso fornitore a comportarsi con maggiore diligenza. Ne deriverebbe, pertanto, una maggiore tutela del consumatore su un piano sostanziale.

[57] L'art. 6, comma 2, lett. a), della Direttiva in argomento indica, a titolo esemplificativo, alcune ipotesi di fluttuazioni, tra cui: «operazioni di cambio; strumenti del mercato monetario; valori mobiliari; quote di un organismo di investimento collettivo; contratti a termine fermo («futures») su strumenti finanziari, compresi gli strumenti equivalenti che si regolano in contanti; contratti a termine su tassi di interesse (FRA); contratti swaps su tassi di interesse, su valute o contratti di scambio connessi ad azioni o a indici azionari («equity swaps»); opzioni per acquistare o vendere qualsiasi strumento previsto dalla presente lettera, compresi gli strumenti equivalenti che si regolano in contanti. Sono comprese in particolare in questa categoria le opzioni su valute e su tassi di interesse».

Ulteriori ipotesi di "esclusione necessaria" riguardano le polizze di assicurazione viaggio e bagagli di durata inferiore a un mese, nonché i contratti interamente eseguiti da entrambe le parti prima che il consumatore eserciti il diritto di recesso (art. 6, comma secondo, lettere b e c)[58].

Per quanto concerne i casi di "esclusione eventuale", la Direttiva stabilisce che «gli Stati membri possono prevedere che il diritto di recesso non si applichi[59]:

a) ai crediti diretti principalmente a permettere di acquistare o mantenere diritti di proprietà su terreni o edifici esistenti o progettati, o di rinnovare o ristruttura edifici; o
b) ai crediti garantiti da ipoteca su beni immobili o da diritti su beni mobili; o
c) alle dichiarazioni dei consumatori rilasciate dinanzi ad un pubblico ufficiale a condizione che il pubblico ufficiale[60] confermi che al consumatore sono garantiti i diritti di cui all'art. 5, paragrafo 1[61]».

Qualora tale ultima ipotesi di esclusione venisse introdotta dal legislatore italiano, essa avrebbe sicuramente effetti deleteri per la protezione sostanziale del consumatore, in quanto l'esclusione del diritto di recesso potrebbe trovare applicazione per qualunque tipologia di servizio finanziario.

Le dichiarazione del consumatore dovrebbero riferirsi agli atti negoziali attraverso i quali si perviene alla conclusione del contratto[62], e dovrebbero effettuarsi, inoltre, dinanzi ad un pubblico ufficiale.

---

[58] Nessuna esclusione ulteriore, invece, sembra essere accordata ai contratti a distanza aventi ad oggetto assicurazioni del ramo "non vita". Sulla scia di quanto auspicato dall'ISVAP in seno alla Circolare n. 393/D del 17 gennaio 20001, quindi, si tenta di incrementare la tutela del contraente anche per il ramo danni, in considerazione della natura delle tecniche di comunicazione utilizzate per il collocamento di tali prodotti. Si osserva, tuttavia, che l'assicurazione contro i danni (si pensi alla r.c.a.) ha finalità assai diverse rispetto all'assicurazione sulla vita, tali da indurci ad affermare che i prodotti e i servizi del ramo danni non hanno una vera e propria natura finanziaria. Perché allora fissare una disciplina uniforme? (Sul medesimo quesito, cfr. ZENO ZENCOVICH V., *La tutela del fruitore di servizi finanziari resi attraverso reti telematiche*, in *Il diritto dell'informazione e dell'informatica*, Milano, 2001, pp. 691 e 692).

[59] Art. 6, comma terzo.

[60] Nella categoria del "pubblico ufficiale" rientra anche il notaio, stante il disposto di cui all'art. 2699 c.c.

[61] Si tratta della comunicazione delle informazioni preliminari e delle condizioni contrattuali di cui all'art. 3, paragrafo 1 e all'articolo 4 della Direttiva n. 2002/65/CE.

[62] Quindi alla proposta o all'accettazione e non anche all'invito ad offrire eventualmente rivolto dal consumatore al fornitore o ad un suo intermediario. Tale interpretazione restrittiva si giustifica in relazione all'esigenza di tutela del consumatore, al quale va

Sarebbe, quindi, necessaria la presenza fisica e simultanea del consumatore e del pubblico ufficiale, la quale non sembrerebbe, invece, richiesta dalle versioni licenziate in lingua francese[63] e in lingua inglese[64] della stessa Direttiva.

Il testo italiano, comunque, garantisce maggiormente il consumatore, poiché riduce l'ambito di applicazione dell'esclusione eventuale del diritto di recesso alla sola ipotesi in cui le dichiarazioni del consumatore siano rilasciate in **presenza** di un pubblico ufficiale, mentre le versioni francese ed inglese richiamate consentono l'esclusione anche nell'ipotesi che le dichiarazioni del consumatore vengano comunicate al pubblico ufficiale mediante tecniche di comunicazione a distanza.

Affinché operi l'esclusione *de qua*, poi, il pubblico ufficiale deve dare conferma che "al consumatore sono garantiti i diritti di cui all'art. 5, paragrafo 1" della Direttiva, da noi esaminati nelle pagine che precedono.

Si tratta di una pura formalità che nulla aggiunge in termini di tutela del consumatore[65].

L'introduzione delle ipotesi di esclusione eventuale di cui si discute da parte degli Stati membri non può, comunque, pregiudicare «il diritto ad un periodo di riflessione a vantaggio dei consumatori residenti negli Stati membri in cui tale diritto vige al momento dell'adozione della presente direttiva»[66].

Pertanto, il diritto di recesso non potrebbe essere escluso, ai sensi dell'articolo 6, comma 3, dir. n. 2022/65/CE, per le fattispecie per le quali il nostro ordinamento giuridico lo prevede di già, fra cui quella di cui all'art. 30, comma 6, d. lgs. n. 58/1998, relativa al diritto di recesso riconosciuto per i contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede ovvero collocati a distanza ai sensi dell'art. 32 TUF, nonché quelle di

---

garantito un elevato livello di protezione, come emerge dai diversi *Considerando* della stessa Direttiva.

[63] Secondo la versione francese, infatti, «*Les États membres peuvent prévoir que le droit de rétractation ne s'applique pas (...) aux déclarations faites en utilisant les services d'un officier public (...)*».

[64] La traduzione in lingua inglese esclude che il «*right of withdrawal*» possa essere applicato alle «*declarations by consumers using the services of an official (...)*».

[65] Sarebbe, infatti, stato più opportuno prevedere che il pubblico ufficiale confermi non che "sono garantiti i diritti di cui all'art. 5, paragrafo 1", ma che "sono stati adempiuti gli obblighi di cui all'art. 5, paragrafo 1, assicurando in tal modo la conferma di un'effettiva comunicazione, piuttosto che la conferma di un'asserzione in tal senso rilasciata al pubblico ufficiale da parte del fornitore.

[66] Art. 6, comma 3, in fine, della Direttiva n. 2002/65/CE.

cui agli artt. 111 e 112 del d. lgs. n. 174 del 1995, relative rispettivamente al diritto di recesso e al diritto di revoca nei contratti assicurativi del ramo "vita".

Con riferimento ai servizi di investimento, la direttiva accorda agli Stati membri la possibilità di prevedere la sospensione "dell'applicabilità dei contratti" ad essi relativi durante la decorrenza del diritto di recesso.

Si tratta, ovviamente, della sospensione dell'efficacia dei contratti in questione, analogamente a quanto si riscontra nella disposizione di cui all'art. 30, comma 6, TUF.

L'intento della disposizione comunitaria, come di quella nazionale, è quello di rafforzare la tutela del consumatore, al quale non possono essere attribuiti gli oneri di un'eventuale esecuzione anticipata dell'investimento, nemmeno nell'ipotesi in cui tale anticipazione sia stata autorizzata dal risparmiatore[67].

Sulle modalità di esercizio del diritto di ripensamento, l'art. 6, comma 6, della Direttiva n. 2002/65/CE, prevede che «il consumatore invia, prima dello scadere del termine, secondo le istruzioni pratiche che gli sono state date ai sensi dell'art. 3, paragrafo 1, punto 3, lettera d), una comunicazione che costituisca un mezzo di prova conformemente alla legislazione nazionale. Il termine si considera rispettato se la comunicazione, sempreché effettuata per iscritto o mediante altro supporto durevole disponibile ed accessibile al destinatario, sia inviata anteriormente alla scadenza del termine».

La disposizione *de qua* accoglie il principio di spedizione e non quello di ricezione della comunicazione del recesso, e pone a carico del consumatore l'onere di usare una forma il cui valore probatorio è riconosciuto dall'ordinamento giuridico nazionale, nonché l'onere della certezza della data di spedizione della comunicazione. Si noti come non venga affatto specificato a quale legislazione nazionale debba riferirsi il consumatore nell'individuazione della forma da impiegare nella comunicazione; ciò può comportare dei rilevanti problemi interpretativi ed applicativi nell'ipotesi di rapporti transfrontalieri e di diversa regolamentazione degli strumenti *ad probationem* da parte degli ordinamenti giuridici degli Stati di appartenenza dei soggetti contraenti.

In definitiva, lo *ius poenitendi* di cui all'art. 30, comma 6, TUF, in seguito all'adozione della direttiva n. 2002/656/CE, dovrebbe

[67] In tal senso, con riferimento alla disposizione di cui all'art. 30, comma 6, TUF, RABITTI BEDOGNI C., *Commento all'art. 30 del d. lgs. 58/1998*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, a cura di RABITTI BEDOGNI C., Milano, 1998, p. 257.

essere modificato come segue: esso dovrebbe essere esteso a tutti i diversi servizi di investimento, ma escluso obbligatoriamente in tutte le ipotesi di fluttuazioni dei prezzi che sfuggono al controllo del fornitore/offerente e nell'ipotesi di cui alla lettera *c*), comma 2, art. 6 della Direttiva; il *dies a quo* e *lo spatium deliberandi* dovrebbero essere modificati conformemente alla disciplina comunitaria; le modalità di esercizio del diritto di recesso dovrebbero essere recepite in conformità al dettato comunitario, ma si spera con maggiore chiarezza sui punti di ombra evidenziati.

PARTE SECONDA

CAPITOLO III

NORMATIVE ULTERIORI CONNESSE ALL'UTILIZZO DI INTERNET NELL'OFFERTA A DISTANZA DI PRODOTTI E SERVIZI FINANZIARI.

Sommario: 1. Premessa. - 2. La promozione ed il collocamento a distanza di prodotti finanziari e di servizi di investimento tramite *Internet*: qualche considerazioni di natura civilistica. – 2.1. *segue:* la sollecitazione all'investimento. – 2.2. *segue*: ulteriori questioni sulla sollecitazione all'investimento mediante utilizzo di un sito *Internet*. In particolare: l'impiego della firma digitale. - 3. L'obbligo di utilizzo del promotore finanziario. - 4. L'identificazione del cliente. - 4.1. *segue*: la firma digitale e la disciplina antiriciclaggio. – 5. Offerta di prodotti finanziari e servizi di investimento tramite *Internet:* il rispetto della privacy.

1. Premessa.

L'utilizzo di *Internet* nell'offerta a distanza di prodotti e servizi finanziari, oltre che determinare problemi applicativi e/o interpretativi propri alla disciplina dell'istituto di cui si discute, incide profondamente anche sull'applicabilità delle ulteriori normative ad esso connesse, dando vita a molteplici questioni, sulle quali i *regulators* hanno fornito interpretazioni a volte fortemente opinabili.

In un'ottica complessiva, lo studioso non puó certo trascurare l'analisi di istituti giuridici che, sebbene non direttamente afferenti al tema dell'offerta a distanza tramite *Internet*, sono chiamati in causa dal mezzo telematico impiegato, e finiscono con l'influenzare la stessa configurazione della fattispecie normativa, distanziandola da quella tradizionale.

Chiamati a risolvere problemi di differente portata giuridica, le Autorità di settore hanno, a volte, omesso di considerare le implicazioni derivanti da interconnessioni esistenti tra normative aventi ad oggetto istituti giuridici apparentemente autonomi: dalla disciplina della firma digitale a quella della privacy, dal rispetto della normativa sulla sollecitazione all'investimento all'applicazione della normativa antiriciclaggio.

Le peculiarità dell'offerta "telematica" non hanno certo consentito, e non consentono, la predisposizione di un chiaro quadro normativo, atteso che la fattispecie concreta si evolve col progredire delle tecnologie informatiche impiegate.

La produzione regolamentare da parte dell'Autorità di vigilanza del mercato è risultata, di conseguenza, rapidamente obsoleta e fonte di incertezze giuridiche, che potrebbero favorire lo sviluppo di zone di "non diritto" e di pratiche di autoregolamentazione privata, accrescendo maggiormente lo scarto di protezione tra "investitori tradizionali" ed "investitori – navigatori".

Se da un lato tale processo di "differenziazione" altro non è che il prodotto di nuovi modelli negoziali, dall'altro lato, però, l'autonomia privata non può attentare valori costituzionalmente protetti, qual è quello del risparmio.

Per tale ragione, la coerenza e la prontezza, con le quali i *regulators* rispondono ai problemi che la pratica economica solleva, sono di fondamentale importanza nel contenere ed arginare le derive cui un sistema di economia di mercato potrebbe andare incontro.

Internet, quale mezzo sottratto a tutt'oggi ad una diretta regolamentazione, potrebbe, infatti, favorire pratiche "illecite".

Fattore di dinamicizzazione dei rapporti interpersonali e dei rapporti economici, la rete non è, dunque, al riparo da "appropriazioni indebite" e da monopoli e/o oligopoli economici: fare chiarezza, anche nel tema oggetto di analisi, equivale allora, se non ad eliminare situazioni oligopolistiche, almeno ad evitare e/o reprimere eventuali "abusi di posizione dominante".

L'esame dettagliato dei problemi che *Internet* provoca con riferimento all'offerta a distanza permette di cogliere le "dinamiche di aggiustamento" delle discipline vigenti rispetto al mutamento socio-economico in corso, che la rete contribuisce ad alimentare.

Secondo un percorso pragmatico, si intende giungere a suggerimenti di ordine generale, passando per un'analisi del "particolare" che, benché fonte di dispersione a livello teoretico, appare necessaria per scandagliare una materia in cui i profili "pratico - applicativi" sembrano aver preso il sopravvento sui "ragionamenti di principio".

Laddove possibile, l'analisi delle tematiche relative all'offerta a distanza tramite *Internet* sarà mossa in senso inverso a quello richiamato, vale a dire dalla costruzione della fattispecie normativa di riferimento alla sua applicazione al caso concreto.

2. La promozione ed il collocamento a distanza di prodotti finanziari e di servizi di investimento tramite *Internet*: qualche considerazioni di natura civilistica.

L'utilizzo di *Internet* consente di contattare un numero illimitato di potenziali investitori, sia in maniera diretta attraverso l'*e-mail*, sia in maniera del tutto impersonale attraverso il sito *Web*.

Come si è già precedentemente specificato, entrambe le modalità citate sono state incluse dalla Consob[1] nella categoria della tecniche di comunicazione a distanza rilevanti ai fini della qualificazione della fattispecie "offerta a distanza[2]".

Con riferimento al sito *Web*, peraltro, l'Autorità di vigilanza ha specificato che « (...). La presenza in un sito di strumenti di interazione ovvero di messaggi promozionali o negoziali è equiparabile a una **offerta permanente rivolta alla generalità del pubblico**[3]», senza fornire ulteriori elementi in grado di giustificare l'assunto.

L'offerta al pubblico, com'è noto, è una proposta contrattuale caratterizzata dal fatto di essere indeterminata, in *incertam personam*, ossia rivolta ad una categoria indeterminata di soggetti[4]. Ai sensi dell'art. 1336 c.c., qualora l'offerta contenga gli estremi essenziali del contratto alla cui conclusione è diretta vale come proposta, ed il contratto si reputa concluso (*ex* art. 1326 c.c.) nel momento in cui il proponente ha avuto notizia dell'accettazione da parte del soggetto sollecitato negozialmente.

Nel caso in cui, invece, difettino le condizioni essenziali del contratto, l'offerta costituirà un mero invito a proporre[5]. Tale regola vale anche quando, benché l'offerta sia completa, gli usi o le circostanze prevedono diversamente circa la sua qualificazione.

---

[1] Si veda la comunicazione n. DI/99052838 del 7 luglio 1999.

[2] I requisiti che devono possedere le tecniche di comunicazione a distanza sono fissati, come già altrove specificato, dall'art. 72, reg. Consob n. 11522/1998.

[3] Grassetto nostro.

[4] Cfr. DI MAIO A., *L'offerta al pubblico (diritto privato)*, in *Enc. dir.*, XXIX, Milano, 1979, p. 761; SBISÀ G., *Promessa al pubblico*, in *Enc. giur.* Treccani, XXIV, Roma, 1991; FORCHIELLI P., *Offerta al pubblico*, in *Noviss. Dig. it.*, XI, Torino, 1965, p. 763; OBERTO G., *Offerta al pubblico*, in *Dig. disc. priv., Sez., civ.*, XIII, p. 9.

[5] Per la definizione di invito a proporre quale «dichiarazione che non contenga tutti gli estremi essenziali del contratto da concludere», si v. GALGANO F., *Diritto privato*, nona ed., 1996, p. 228.

La distinzione testé effettuata è rilevante, poiché l'invito a offrire, non costituendo un vero e proprio elemento del contratto, lascia libero da ogni vincolo il soggetto che lo effettua.

Nell'ipotesi di un sito *Web* utilizzato quale mezzo per "offrire" determinati prodotti o servizi finanziari, la qualificazione civilistica in termini di offerta al pubblico o di invito ad offrire è, dunque, carica di conseguenze.

Senza dubbio, l'apertura del sito ad un numero indeterminato di utenti può portare a configurare un'offerta al pubblico, qualora le informazioni fornite non abbiano un semplice carattere pubblicitario[6], ma possiedano un chiaro contenuto promozionale e negoziale, di per sé sufficiente alla conclusione del contratto, mediante semplice accettazione da parte del soggetto navigatore[7].

Se tale conclusione risulta pacifica con riferimento ai siti aperti (*virtual mall*), la stessa appare discutibile con riguardo ai siti per i quali l'accesso sia limitato ai membri che si sono registrati per specifici servizi. In tali ipotesi, infatti, difetterebbe il presupposto dell'indeterminabilità dei soggetti che possono accedere all'offerta.

Tuttavia, la diffusione di massa delle registrazioni dovrebbe essere un requisito sufficiente per qualificare l'offerta presente in rete in termini di offerta al pubblico[8], anche per i siti "chiusi"[9].

Pertanto, la qualificazione effettuata dalla Consob appare corretta, anche se occorre evidenziare che la presenza di messaggi

---

[6] In questo caso saremmo in presenza, infatti, di una semplice informazione pubblicitaria.

[7] Lo stesso discorso non può, ovviamente, essere esteso con riferimento al caso di *e-mail* inviato a soggetti individuati, trattandosi di dichiarazione necessariamente recettizia.

[8] In tal senso, ALBERTINI L., *Osservazioni sulla conclusione del contratto tramite computers e sull'accettazione di un'offerta in Internet*, in *Giust. civ.*, 1997, II, p. 46, secondo il quale: «L'offerta su Internet può certamente configurare un'offerta al pubblico; quantomeno è sicuro che la presenza sulla rete integri il requisito del "pubblico". Meno sicura è la natura dell'offerta quando sia limitata ai soci di un club o di un'associazione: ad esempio, tutti coloro che si sono registrati in un certo sito di Internet per accedere a dei servizi particolari e hanno firmato degli impegni specifici: la risposta dovrebbe essere, però, positiva, data la diffusione di massa di dette registrazioni in cui l'*intuitus personae* è sostanzialmente inesistente». Dello stesso avviso DE NOVA G., *Un contratto di consumo via Internet*, in *Contratti*, 1999, p. 113; TOSI E. (a cura di), *I problemi giuridici di Internet*, Milano, 2001, p. 44 e p. 45; *contra* CLARIZIA R., *Informatica e conclusione del contratto*, Milano, 1985, pp. 150-153, il quale esclude la configurabilità dell'offerta al pubblico mediante elaboratore.

[9] «La soluzione potrebbe essere diversa, quando ad esempio la registrazione per l'accesso a determinati servizi o utilità fosse subordinata a requisiti specifici o comunque sottoposta a comunicazione di accettazione della domanda (salvo che quest'ultima venga, poi, nei fatti, concessa quasi automaticamente)»: così ALBERTINI L., *op. cit.*, p. 45, nota n. 155.

promozionali o negoziali non è solamente **equiparabile** ad un'offerta al pubblico, ma **integra** una vera e propria offerta al pubblico.

Quanto, poi, all'utilizzo dell'aggettivo "permanente", appare arduo determinarne l'esatto significato, atteso che l'offerta può sempre essere revocata (*ex* art. 1328 c.c.) finché il contratto non sia concluso, a meno che il proponente non si sia obbligato a mantenere ferma la proposta per un certo tempo (*ex* art. 1329 c.c.).

Inoltre, la revoca dell'offerta al pubblico, se fatta nella stessa forma dell'offerta o in modo equivalente, è efficace anche verso chi non né ha avuto notizia (art. 1336, comma 2, c.c.).

Poiché non sono immaginabili modalità equivalenti ad *Internet*, che presentino cioè la stessa caratteristica di diffusione potenzialmente planetaria, è da ritenersi che per revocare un'offerta al pubblico fatta attraverso un sito *Web* si debba utilizzare solo ed esclusivamente *Internet*, con le stesse modalità impiegate per la diffusione dell'offerta.

In generale, l'offerta effettuata mediante posta elettronica non è, invece, configurabile come offerta al pubblico *ex* art. 1336 c.c., a meno che un intermediario o il soggetto offerente decidano di contattare contemporaneamente una lista di nomi che si sono registrati su uno stesso sito per accedere a dei servizi particolari.

In tal caso, infatti, verrebbe a configurarsi un'offerta al pubblico che, come per il sito *Web*, acquista efficacia dal momento in cui è resa conoscibile ai soggetti di cui si vuole provocare l'accettazione.

La qualificazione in termini di offerta al pubblico o di invito ad offrire delle comunicazioni fornite su un sito *Internet*, o attraverso la posta elettronica, assume in primo luogo importanza ai fini dell'esatta determinazione del *dies a quo* relativo allo *ius poenitendi*.

Come si è già specificato, infatti, sia ai sensi della normativa nazionale (art. 30, comma 6, TUF), sia in base alla previsione di cui all'art. 6, paragrafo 1, direttiva n. 2002/65/CE, il diritto di recesso comincia a decorrere, nella quasi totalità dei casi, a partire dal momento di conclusione del contratto.

Pertanto, la qualificazione giuridica dei messaggi che compaiono su un sito *Web* è necessaria per determinare l'esatto momento di perfezionamento del negozio, o meglio il *dies a quo* dell'inefficacia delle proposte contrattuali o della sospensione dell'efficacia dell'accettazione[10], a partire dal quale viene sospesa l'efficacia dei

[10] Per ulteriori delucidazioni, si rinvia al § quattro, capitolo II, dedicato all'esame dello *ius poenitendi*.

contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali (e probabilmente, in seguito all'adozione della direttiva, dei diversi servizi di investimento) conclusi fuori sede o collocati a distanza ai sensi dell'art. 32 TUF.

Strettamente dipendente da tale qualificazione è anche l'applicazione della distinta ed ulteriore disciplina sulla sollecitazione all'investimento mediante appello al pubblico risparmio[11].

Sebbene tale istituto giuridico sia delineato dalla normativa TUF, risulta palese che tanto l'offerta al pubblico, di cui all'art. 1336 c.c., tanto l'invito ad offrire possono costituire una sollecitazione all'investimento quando hanno ad oggetto prodotti finanziari, indipendentemente dal mezzo usato per la trasmissione al pubblico dell'offerta, dell'invito ad offrire o del messaggio promozionale.

Per tale ragione, la riflessione sull'inquadramento civilistico di un'offerta a distanza effettuata tramite sito presenta un interesse rilevante e costituisce un presupposto logico all'analisi dell'istituto giuridico della sollecitazione all'investimento, e dei collegamenti sussistenti tra quest'ultimo e la fattispecie dell'offerta a distanza.

2.1. *segue:* la sollecitazione all'investimento.

Il concetto di sollecitazione all'investimento è delineato dall'art. 1, comma 1, lettera *t*), TUF, ai sensi del quale «per sollecitazione all'investimento» s'intende «ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale, in **qualsiasi forma**[12] rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari; non costituisce sollecitazione all'investimento la raccolta di depositi bancari o postali realizzata senza emissione di strumenti finanziari»[13].

---

[11] Artt. 94 ss. TUF. Tali norme dispongono obblighi di informazione gravanti su coloro che effettuano una sollecitazione all'investimento e sono dirette a proteggere gli investitori, consentendo loro un «fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti» (art. 94, comma 2, TUF).

[12] Grassetto aggiunto.

[13] Si badi bene che il Testo Unico non si occupa dei profili negoziali (cioè della problematica civilistica relativa alla conclusione del contratto), ma disciplina i profili esecutivi (ad esempio è demandata alla Consob, *ex* art. 95 TUF, la regolamentazione delle modalità di svolgimento della sollecitazione), e soprattutto i profili informativi dell'operazione, dettando un obbligo di preventiva comunicazione alla stessa Consob (art. 94, comma 1, TUF) delle caratteristiche dell'operazione mediante un prospetto informativo allegato alla medesima comunicazione. Se l'esito del controllo è positivo, la Consob autorizza la pubblicazione del prospetto informativo e, implicitamente anche l'effettuazione dell'operazione di sollecitazione. Sul piano definitorio, il "messaggio promozionale", che rientra nel concetto di sollecitazione, non indica un concetto giuridico, ma fa riferimento a

L'utilizzo di un sito per l'offerta a distanza di prodotti finanziari, data la sua diffusione su scala mondiale, integra potenzialmente[14] la fattispecie in oggetto e richiede, accanto all'applicazione delle regole esaminate nei capitoli che precedono, anche il rispetto delle regole proprie dell'appello al pubblico risparmio.

Si tratta, sommariamente, dell'obbligo di preventiva comunicazione alla Consob, da parte degli offerenti, dell'intenzione di effettuare una sollecitazione all'investimento, allegando un prospetto informativo destinato a pubblicazione[15]. Il contenuto del prospetto e della comunicazione è stabilito dalla Consob con proprio regolamento[16], nel quale vengono dettate, tra l'altro, anche le modalità

---

tutte le ipotesi in cui, pur mancando tecnicamente un'offerta o un invito ad offrire, si vuole comunque indurre il pubblico ad acquistare i prodotti finanziari oggetto della promozione. Il riferimento all'invito ad offrire ha una chiara funzione antielusiva, volta ad evitare che l'operazione di investimento venga congegnata come invito al pubblico al solo scopo di evitare l'applicazione della disciplina della sollecitazione. Per quanto concerne il carattere "pubblico" della sollecitazione, come nel codice civile, non ne viene specificato il significato giuridico, ma viene demandato alla Consob il compito di stabilire l'inapplicabilità della disciplina della sollecitazione all'investimento quando la sollecitazione è «rivolta a un numero di soggetti non superiore a quello indicato dalla stessa Consob con regolamento». Comunque, la legge non chiarisce se il numero ridotto dei soggetti priva la sollecitazione del suo carattere "pubblico", o se piuttosto la disciplina non si applica, nonostante il permanere del carattere pubblico dell'operazione, solo perché i costi dell'applicazione della disciplina sarebbero eccessivi rispetto al numero degli investitori. Per ulteriori considerazioni, si v., fra gli altri, SALANITRO N., *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 1998, p. 86 ss.; RODORF R., *Sollecitazione all'investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Foro it.*, 2001, n. 9, p. V-266; AA.VV., *La sollecitazione all'investimento nel Testo Unico della Finanza: il commento dell'Assonime*, in *Riv. Soc.*, 2001, n. 1, p. 211 ss. FICO D., *Le nuove norme Consob sulla sollecitazione all'investimento*, in *Società*, 1999, n. 8, p. 989 ss. (Presentazione a Delib. Consob 14 maggio 1999, n. 11971). Con riferimento alla normativa antecedente al TUF, cfr. COSTI R., *La sollecitazione del pubblico risparmio*, in *Manuale di diritto commerciale*, a cura di BUONOCORE V., 1997, p. 747 ss.; PREITE D., *In tema di sollecitazione del pubblico risparmio*, in *Giur. comm.*, 1986, II, p. 217 ss.; CANNIZZARO G. – CHIAPPETTA F., *I valori mobiliari, l'offerta al pubblico e l'art. 12 della l. 23 marzo 1983, n. 77*, in *Giur. comm.*, 1988, I, p. 844 ss.; BOCHICCHIO F., *Considerazioni sul concetto di sollecitazione al pubblico risparmio alla luce della Legge 2-1-91 (c.d. Legge S.I.M.)*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1991, p. 423 ss.; DI CHIO G., *La sollecitazione del pubblico risparmio: i profili di qualificazione*, in *Riv. soc.*, 1988, n. 1.

[14] Si parla di potenzialità in quanto non sempre un'offerta destinata ad un ampio numero di soggetti è qualificabile come di appello al pubblico risparmio.

[15] Art. 94 TUF.

[16] Il regolamento in oggetto concerne la disciplina degli emittenti. Esso è stato adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato con delibere n. 12475 del 6 aprile 2000, n. 13086 del 18 aprile 2001, n. 13106 del 3 maggio 2001, n. 13130 del 22 maggio 2001, n. 13605 del 5 giugno 2002, n. 13616 del 12 giugno 2002 e n. 13924 del 4 febbraio 2003. D'ora in avanti, lo stesso sarà individuato come il reg. n. 11971/1999.

di svolgimento della sollecitazione, al fine di assicurare la parità di trattamento tra i destinatari[17].

Sono poi previsti una serie di obblighi informativi[18] relativi sia ai fatti che, se comunicati, sono idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari, sia a studi e statistiche[19] o, ancora, a dati e notizie richieste dalla Consob[20]. Quest'ultima può sospendere in via cautelare la sollecitazione all'investimento in caso di fondato sospetto di violazione delle disposizioni richiamate, oppure vietare la sollecitazione in caso di accertata violazione delle stesse[21].

Particolare attenzione viene rivolta agli annunci pubblicitari[22], la cui diffusione è vietata prima della pubblicazione del prospetto informativo. Essi devono essere effettuati secondo i criteri stabiliti dalla Consob, avendo riguardo alla correttezza dell'informazione e alla sua conformità al prospetto informativo, altrimenti l'Autorità di vigilanza può sospendere la diffusione dell'annuncio pubblicitario, vietarne l'ulteriore diffusione o vietare, infine, l'esecuzione della stessa sollecitazione all'investimento[23]. Vengono disciplinati, inoltre, i casi di inapplicabilità della normativa brevemente richiamata, i quali sono previsti sia a livello legislativo[24], sia in relazione ad ipotesi introdotte a livello regolamentare[25].

---

[17] Art. 95 TUF. Il regolamento n. 11971/1999 prevede: all'art. 4 il contenuto della comunicazione; all'art. 5 il contenuto del prospetto informativo; all'art. 13 le regole sullo svolgimento della sollecitazione; all'art. 14 le norme di correttezza; all'art. 16 gli obblighi informativi.

[18] Art. 97 TUF e art. 16 regolamento Consob n. 11971/1999.

[19] Art. 114 TUF sulle comunicazioni al pubblico.

[20] Art. 115 sulle comunicazioni alla Consob.

[21] Art. 99 TUF.

[22] Per un'analisi più approfondita concernente gli aspetti internazionali della regolamentazione della pubblicità effettuata per via telematica, cfr. BUIS G., *Aspects internationaux du droit de la publicitè et des promotions sur Internet*, in *JCP E*, 2000, p. 1846. Per il diritto francese, la pubblicità relativa a strumenti finanziari fatta su *Internet* costituisce un criterio di appello al pubblico risparmio. In effetti, l'art. 411-1.2 del *Code monétaire et financier* stabilisce che l'emissione o la cessione di strumenti finanziari attraverso il ricorso alla pubblicità costituiscono un appello al pubblico risparmio. È evidente che il concetto di pubblicità, cui fa riferimento la legislazione francese, corrisponde al concetto di promozione della normativa TUF.

[23] Art. 101 TUF e art. 12 regolamento Consob n. 11971/1999. Per una comparazione con la posizione dell'Autorità francese di vigilanza del mercato relativa alla regolamentazione della pubblicità, cfr. Recommandation COB n. 99-02, *Promotion ou vente de produit de placement collectif ou de services de gestion sous mandat* via *Internet*, in *Bulletin mensuel, COB*, juillet-août 1999, p. 35.

[24] Ai sensi dell'art. 100 TUF, le disposizioni relative all'appello al pubblico risparmio «non si applicano alle sollecitazioni all'investimento: *a*) rivolte ai soli investitori professionali come definiti ai sensi dell'articolo 30, comma 2; *b*) rivolte ad un numero di soggetti non superiore a quello indicato dalla Consob con regolamento; *c*) di ammontare complessivo

Con riferimento a questi ultimi, è interessante riflettere sul caso particolare relativo ad un sito accessibile solo ad una determinata categoria di soggetti, che si sono registrati al sito per specifici servizi.

In via generale, l'offerta o l'invito ad offrire presenti sul sito *Web* dovrebbero costituire una sollecitazione all'investimento allorché il numero degli utenti sia tale da rendere l'*intuitus personae* completamente assente.

Tuttavia, esaminando i casi di esclusione, ci si rende conto che il criterio discriminante attiene piuttosto al numero dei soggetti oblati (il quale, ai sensi dell'art. 33, lett. a), regolamento Consob n. 11971/1999, non deve essere superiore a duecento, per poter operare uno dei diversi criteri di esclusione), che non all'assenza dell'*intuitus personae*.

La disciplina sulla sollecitazione all'investimento parrebbe, dunque, inapplicabile solamente qualora il numero dei soggetti che possono accedere al sito sia stato determinato con esattezza in via preliminare.

Ai fini della disapplicazione della disciplina, inoltre, l'offerta dovrebbe contenere la specificazione che essa è rivolta solo ai soggetti iscrittisi fino ad una determinato momento (quello cioè in cui è stato raggiunto il numero massimo di duecento), ed essere congegnata in

---

non superiore a quello indicato dalla Consob con regolamento; *d*) aventi ad oggetto strumenti finanziari emessi o garantiti dallo Stato italiano, da uno Stato membro dell'Unione Europea o emessi da organismi internazionali a carattere pubblico di cui facciano parte uno o più Stati membri dell'Unione Europea; *e*) aventi ad oggetto strumenti finanziari emessi dalla Banca Centrale Europea o dalle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'Unione Europea; *f*) aventi ad oggetto prodotti finanziari emessi da banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni, ovvero prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione.

2. La Consob può individuare con regolamento altri tipi di sollecitazione all'investimento ai quali le disposizioni del presente capo non si applicano in tutto o in parte».

[23] Le disposizioni relative alla sollecitazione all'investimento sono contenute agli articoli 3-34 del regolamento n. 11971/1999. In particolare, l'articolo 33 prevede i casi di inapplicabilità della intera disciplina sulla sollecitazione all'investimento per le sollecitazioni:« *a*) rivolte ad un numero di soggetti non superiore a duecento; *b*) aventi ad oggetto prodotti finanziari di ammontare complessivo non superiore a 40.000 euro; *c*) in cui è richiesto un investimento unitario minimo non inferiore a 250.000 euro; *d*) finalizzate al reperimento di mezzi per lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale; *e*) effettuate nell'ambito di vendite coattive connesse a procedimenti previsti per legge, *f*) aventi ad oggetto strumenti finanziari rappresentativi dell'intero capitale o della partecipazione di controllo quando debbano essere accettate da un solo soggetto o da più soggetti di concerto; *g*) rivolti ai componenti di organi sociali o ai dirigenti dell'emittente, della società che lo controllano, ne sono controllate o sono controllate dal medesimo soggetto che controlla l'emittente; *h*) aventi ad oggetto strumenti finanziari offerti in opzione ai soci di emittenti non aventi azioni o obbligazioni convertibili quotate o diffuse».

modo da rifiutare l'adesione da parte di soggetti a cui è assegnato un numero di registrazione che indichi il superamento della soglia di duecento persone.

In mancanza di tali presupposti, l'offerta tramite sito *Web* rivolta ad una determinata categoria di soggetti, che si sono registrati per determinati servizi, integra senz'altro un'offerta al pubblico e come tale risulta sottoposta alla disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio.

La stessa conclusione deve essere sostenuta per il caso in cui l'offerta sia rivolta ad una determinata categoria di soggetti individuata con riferimento ad una particolare qualità[26], allorché tale categoria non rientra fra quelle che risultano sottratte parzialmente o totalmente, per disposizione legale o regolamentare, alla disciplina della sollecitazione all'investimento[27], e allorché non ricorrano, inoltre, i presupposti quantitativi per disapplicare la medesima disciplina[28].

---

[26] Si veda la Comunicazione Consob n. DIS/98097506 del 22 dicembre 1998, nella quale l'Autorità di vigilanza, con riferimento ad un'offerta rivolta alla categoria generale dei farmacisti, specifica che «la cerchia di 200 soggetti deve essere rappresentata dai destinatari della proposta e non solo dagli effettivi sottoscrittori». Ciò significa che ove la proposta sia rivolta ad una generalità più ampia di persone, la stessa costituisce una sollecitazione all'investimento, e l'eventuale possibilità di selezionare i sottoscrittori viola il principio di parità di trattamento dei destinatari (art. 95, comma 1, lett. *c*), TUF).

[27] Tra tali soggetti, ai sensi dell'art. 33, comma 1 e 2, regolamento Consob n. 11971/1999, rientrano: i soci di emittenti non aventi azioni o obbligazioni convertibili in azioni; i componenti degli organi sociali o i dirigenti dell'emittente della società che lo controllano, ne sono controllate o sono controllate dal medesimo soggetto che controlla l'emittente; i soci di emittenti con azioni o obbligazioni convertibili quotate per le sollecitazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari quotati; i soci di emittenti con azioni o obbligazioni convertibili diffuse per le sollecitazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari *tout court*; i dipendenti, ex dipendenti e agenti delle società che controllano l'emittente, ne sono controllate o sono controllate dal medesimo soggetto che controlla l'emittente, nonché i soggetti ad esse legati da rapporti di collaborazione coordinata e continuativa. Con riferimento a tale ultima categoria di soggetti, si v. la comunicazione Consob n. DIS/99088087 del 30 novembre 1999.

[28] Ai sensi dell'art. 33, comma 1, reg. Consob n. 11971/1999, la disciplina sulla sollecitazione all'investimento non si applica alle sollecitazioni aventi ad oggetto prodotti finanziari di ammontare complessivo non superiore a 40.000 euro; in cui è richiesto un investimento unitario minimo non inferiore a 250.000 euro. La disciplina, inoltre, non si applica parzialmente (ex art. 33, comma 2) alle sollecitazioni aventi ad oggetto prodotti finanziari di ammontare complessivo non superiore a 5.000.000 di euro. Per completezza, si richiamano gli altri casi in cui la disciplina sulla sollecitazione all'investimento risulta inapplicabile. Essi riguardano le sollecitazioni: «finalizzate al reperimento di mezzi per lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale; effettuate nell'ambito di vendite coattive connesse a procedimenti previsti dalla legge; aventi ad oggetto strumenti finanziari rappresentativi dell'intero capitale o della partecipazione di controllo quando debbano essere accettate da un solo soggetto o da più soggetti di concerto». Per un esempio di

La determinazione dell'applicabicabilità della distinta disciplina della sollecitazione all'investimento all'offerta a distanza telematica richiede, dunque, un'analisi attenta della strutturazione del sito da parte della Consob.

Quest'ultima, sempre nell'ambito della fattispecie sulla sollecitazione all'investimento mediante *Internet*, è stata, inoltre, chiamata a fornire specifiche soluzioni ad ulteriori problemi applicativi, connessi alle modalità di adesione alla proposta contrattuale di appello al pubblico risparmio effettuata mediante sito *Web*.

2.2. *segue*: ulteriori questioni sulla sollecitazione all'investimento mediante utilizzo di un sito *Internet*. In particolare: l'impiego della firma digitale.

Sul piano applicativo, l'utilizzo del sito *Web* può comportare, come si è già detto, ulteriori e specifici problemi che, se non compiutamente risolti, mettono in gioco il rispetto di alcune disposizioni dettate in tema di sollecitazione all'investimento.

In particolare, per gli annunci pubblicitari risulta alquanto arduo il controllo rivolto a sanzionare qualsiasi messaggio riguardante sollecitazioni all'investimento effettuato prima della pubblicazione del prospetto informativo.

L'annuncio, infatti, può essere effettuato anche tramite *links* di collegamento a siti di soggetti collegati o controllati dall'emittente[29].

In sostanza, le particolarità tecniche di *Internet* ampliano notevolmente le possibilità di eludere la disciplina, diminuendo il rischio di essere "scoperti".

Ciò pone la necessità di ripensare le modalità del controllo da parte dell'Autorità di vigilanza, nonché l'esigenza di modificare eventualmente le stesse sanzioni, onde creare un deterrente capace di ridurre al minimo i rischi di elusione della disciplina.

Appare evidente, infatti, che un controllo capillare sulla rete, oltre che fattualmente quasi impossibile, sarebbe del tutto criticabile in termini di rapporto tra costi e benefici.

---

sollecitazione finalizzata al reperimento di mezzi per lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale, si v. la comunicazione Consob n. DEM/<1027182> de 12 aprile 2001, relativa alla sottoscrizione di quote di una società cooperativa.

[29] Non si fa riferimento ad un collegamento o ad un controllo esclusivamente di natura giuridica, ma ad ogni legame anche e/o solo di natura economica.

Proprio considerazioni di ordine economico sono alla base della stessa accettazione dell'impiego di nuove tecnologie per lo svolgimento di attività economiche "tradizionali".

La pubblicazione del prospetto informativo, per esempio, può avvenire mediante l'utilizzo della rete[30]: non si rilevano, infatti, elementi ostativi di natura giuridica alla predetta diffusione tramite la rete *Internet*[31] e, da un punto di vista economico, risulta evidente che per l'emittente o il soggetto incaricato della sollecitazione, la diffusione mediante rete del prospetto informativo può consentire dei risparmi di spesa.

L'adesione alla sollecitazione deve essere effettuata, ai sensi dell'art. 13, comma 4, del regolamento Consob n. 11971/1999, «mediante la **sottoscrizione** del modulo predisposto dall'offerente o con altre **modalità equivalenti** indicate nel prospetto[32]».

La Consob, con propria comunicazione[33], ha qualificato l'adesione all'offerta tramite *Internet* quale **modalità "equivalente" alla**

---

[30] Comunicazione Consob n. DAL/RM/96008280 del 9 settembre 1996.

[31] La Consob, con la comunicazione n. DI/99065403 del 3 settembre 1999, pubblicata in *Bollettino Consob* n. 9/1999, p. 40, ha nuovamente confermato la possibilità di effettuare tramite il sito *Internet* la consegna all'investitore del prospetto informativo e del connesso modulo di sottoscrizione. Ad avviso dell'Autorità di vigilanza del mercato, infatti, poiché il prospetto informativo, con il connesso modulo di sottoscrizione, rientra fra i documenti di cui anche il libro III del regolamento Consob n. 1522/1998 prevede la consegna (cfr. art. 36, comma 1, lettera c, del regolamento) e poiché, ai sensi dell'art. 75, comma 3, del medesimo regolamento, essi possono essere resi disponibili mediante tecniche di comunicazione a distanza quando queste ultime siano con ciò compatibili e consentano al destinatario del documento di acquisirne la disponibilità su supporto duraturo, non si ravvisano impedimenti normativi alla consegna del prospetto tramite *Internet*, data la compatibilità dello strumento in questione con la puntuale informazione dell'investitore, e data la possibilità di stampa.

[32] Grassetto aggiunto.

[33] Comunicazione n. DIN/56016 del 21 luglio 2000, relativa al collocamento a distanza di quote o azioni di OICR tramite *Internet*. In particolare, nella citata comunicazione si legge che nell'attuale «stato di evoluzione tecnologica, l'unico strumento tecnico che possa essere considerato "*modalità equivalente*" alla sottoscrizione è costituito da Internet», in quanto solo «la *rete* (...) consente di soddisfare quei requisiti indispensabili per l'adesione ad un'operazione di sollecitazione, primo fra tutti, la consegna del prospetto informativo e la compilazione del modulo di sottoscrizione». La comunicazione in oggetto costituisce uno sviluppo significativo del precedente orientamento manifestato dalla Consob in relazione alla compravendita di quote di fondi comuni di investimento mediante l'utilizzo del servizio di banca telefonica e al collocamento, sempre di quote di fondi comuni di investimento, mediante sito *Internet*. Nella comunicazione DI/99051449 del 1 luglio 1999, la Consob ha, infatti, precisato che la conclusione dei contratti relativi alla promozione e al collocamento di dette quote, dovendosi realizzare mediante la sottoscrizione del modulo allegato al prospetto informativo, necessita, per la prima operazione, della forma scritta e non è, quindi, attuabile attraverso il servizio di banca telefonica; per le c.d. operazioni successive («passaggio tra fondi ovvero quelle relative a sottoscrizioni successive afferenti

sottoscrizione del modulo cartaceo nelle operazioni di sollecitazione all'investimento, avendo cura di specificare che l'utilizzo di *Internet* «presuppone la preventiva identificazione dell'investitore sia ai fini della disciplina antiriciclaggio sia per l'attribuzione di una password o codice identificativo indispensabile alla conclusione dell'operazione di investimento».

La novità è rilevante, poiché il requisito della forma viene soddisfatto mediante il semplice utilizzo della rete.

Tuttavia, l'assoluta equiparazione dell'impiego di *Internet* alla sottoscrizione di un modulo cartaceo dovrebbe essere rivista alla luce del valore giuridico che, allo stato attuale, è dato attribuire alla firma digitale[34].

---

ad un sistema di fondi previsto sin dalla conclusione dell'originario contratto, ovvero ancora per le operazioni di rimborso»), invece, la forma scritta non è necessaria e può quindi essere utilizzato il servizio di banca telefonica. Analoga conclusione si riscontra nella comunicazione n. DI/99065403 del 3 settembre 1999, in cui la Consob ha ribadito che la «adesione alla sollecitazione mediante restituzione alla SGR tramite servizio postale del modulo di sottoscrizione che l'investitore ha acquisito nel sito Internet è conforme alle disposizioni di cui all'art. 13, comma 4, del regolamento Consob n. 11971/1999», e che «le sottoscrizioni successive alla prima (nonché i passaggi tra fondi offerti tramite un unico prospetto informativo) costituiscono parti di un'operazione unitaria iniziata con la prima sottoscrizione, cosicché le relative disposizioni non devono essere obbligatoriamente acquisite dalla SGR mediante il modulo di sottoscrizione», potendo ben ammettersi anche l'utilizzo della *e-mail* per la ricezione delle stesse. Si noti il rilevante cambiamento operato con la comunicazione n. DIN/56016 del 21 luglio 2000, con la quale si riconosce valore di "modalità equivalente alla sottoscrizione" al mezzo *Internet*, consentendone l'impiego non solo per le c.d. operazioni successive (di passaggio tra fondi o operazioni di disinvestimento), ma anche per la stessa conclusione del contratto.

[34] Il debutto della firma digitale nella nostra legislazione, avvenuto con il d.p.r. n. 513/1997, è stato caratterizzato da un approccio monistico, poiché si è introdotto un modello unitario di firma digitale, provvisto delle più elevate caratteristiche di sicurezza tecnologica. In seguito, la Direttiva 93/1999, relativa ad un quadro comunitario per le firme elettroniche, ha previsto più tipologie di firma elettronica, con al vertice la firma elettronica avanzata, basata su un certificato qualificato rilasciato da un certificatore accreditato (corrispondente sostanzialmente alla firma digitale italiana) e, al di sotto, qualunque figura di firma elettronica, definita dalla Direttiva come "*dati in forma elettronica, allegati oppure connessi tramite associazione logica ad altri dati elettronici ed utilizzata come metodo di autenticazione*". Il legislatore italiano, in sede di attuazione della direttiva, ha previsto all'art. 6, comma 2, del d.lgs. n. 10/2002, che: "*Il documento informatico, sottoscritto con firma elettronica, soddisfa il requisito legale della forma scritta. Sul piano probatorio il documento stesso è liberamente valutabile, tenuto conto delle sue caratteristiche oggettive di qualità e sicurezza. Esso soddisfa inoltre l'obbligo previsto dagli articoli 2214 e seguenti dal codice civile e da ogni altra analoga disposizione legislativa o regolamentare*". Per la letteratura sulla firma digitale, sia consentito rinviare a: TRIPODI E.M. – GASPARINI M., *Firma digitale e documento informatico*, Roma, 1998; DEL VECCHIO B., *Riflessioni sul valore giuridico della sottoscrizione elettronica*, in *Riv. not.*, 1991, p. 977 ss.; PARISI F., *Il contratto concluso mediante computer*, Padova, 1987; ANDRINI M.C., *Dal tabellione al sigillo elettronico*, in *Vita notarile*, 1998, p. 1787 ss.; FINOCCHIARO G., *Documento*

Pur senza entrare nello specifico dei molteplici problemi inerenti a quest'ultimo Istituto, è necessario comunque soffermarsi su alcuni aspetti che, sebbene relativi alla firma digitale, finiscono per interessare anche l'oggetto del nostro studio, imponendo una riflessione globale che tenga conto delle notevoli implicazioni interpretative ed applicative, che l'uso disinvolto di differenti Istituti giuridici può comportare.

Internet, quale modalità equivalente alla sottoscrizione, sembrerebbe, infatti, integrare una figura di firma elettronica c.d. "minore", di cui la Direttiva n. 93/1999 [35] e l'art. 2, lett. a), d. lgs. n. 10/2002 di recepimento della medesima forniscono la seguente definizione: « l'insieme dei dati in forma elettronica, allegati oppure connessi tramite associazione logica ad altri dati elettronici ed utilizzata come metodo di autenticazione informatica».

Per il legislatore italiano, ai sensi dell'art. 6, comma 2, del d. lgs. n. 10/2002, «il documento informatico, sottoscritto con firma

---

informativo e firma digitale, in *Contratto e impresa,* 1998, p. 956 ss.; PACIFICO M., *La firma digitale in prospettiva europea,* in *Europa e diritto privato,* 1998, p. 1189 ss.; ALBERTINI L., *Sul documento informatico e sulla firma digitale (novità legislative),* in *Giust. civ.,* 1998, II, 267 ss.; BRESCIA S., *In tema di firma digitale e di documento informatico,* in *Nuove leggi civ.,* 2000, p. 3 ss.; ZAGAMI R., *Firma digitale e sicurezza giuridica,* Cedam, 2000; id., *Firme "digitali", crittografia e validità del documento elettronico,* in *Dir dell'inf. E dell'informatica,* 1996, p. 151 ss.; id., *La firma digitale tra soggetti privati nel regolamento concernente "atti, documenti e contratti in forma elettronica",* in *Dir. dell'inf. e dell'informatica,* 1997, p. 903 SS.; DELFINI F., *La recente direttiva sulle firme elettroniche,* in *Contratti,* 2000, p. 424 SS.; RIDOLFI P., *Firma digitale e sicurezza informatica. Tecnologie e normative,* Milano, 1998; ROGNETTA G., *La firma digitale e il documento informatico,* Napoli, 1999; CIACCI G., *La firma digitale: Il sistema della firma digitale e il commercio elettronico su Internet. Commento al D.P.R. 513/1997 e sue applicazioni pratiche,* Milano, 1999; GIAQUINTO D. – RAGOZZO P., *Il sigillo informatico,* in *Notariato,* 1997, p. 80 ss.; NASTRI M., *La firma digitale,* in *Noter-Notariato dell'Emilia Romagna,* n. 7, gennaio/giugno 1999, p. 9 ss.; PICCOLI P. – ZANOLINI G., *Il documento elettronico e la "firma digitale",* in *Notariato,* 2000, n. 4, p. 879 ss.; BECHINI U., *Vademecum minimo in tema di funzione notarile e firma digitale,* in *Notariato,* 2000, p. 1155 ss.; CAMMARATA M. MACCARONE E., *Troppe "firme" nell'attuazione della direttiva,* Interlex, 6.02.03, http://www.interlex.it/docdigit/indice.htm; GUERNELLI M., *Il commercio elettronico e la firma digitale,* in *Giur. Comm.,* 2003, n. 1, I, p. 70 ss.; CAMMARATA M., *Firma digitale e firme elettroniche, un pasticcio - La normativa italiana sconvolta dal decreto legislativo 23 gennaio 2002, n. 10, che ha recepito la confusa direttiva 1999/93/CE sulle "firme elettroniche",* in *Diritto & Diritti,* 2002, n. 11, p. 11 ss.; FINOCCHIARO G., *Firma digitale e firme elettroniche. Il quadro normativo italiano dopo il d. legisl. 10/2002, 2002,* in *Contratto e Impresa,* n. 2, p. 853 ss.; DE SANTIS F., *Documento informatico, firma digitale e dinamiche processuali,* in *Rassegna di diritto civile,* 2001, n. 2, p. 241 ss.

35 La Direttiva 1999/93/CE, relativa ad un quadro comunitario per le firme elettroniche, è reperibile in *Gazzetta Ufficiale delle Comunità europee* n. L 013 del 19 gennaio 2000, pp. 12-20.

elettronica, **soddisfa il requisito legale della forma scritta**[36]. Sul piano probatorio il documento stesso è liberamente valutabile, tenuto conto delle sue caratteristiche oggettive di qualità e sicurezza. Esso soddisfa inoltre l'obbligo previsto dagli articoli 2214 e seguenti dal codice civile e da ogni altra analoga disposizione legislativa o regolamentare».

Pertanto, qualunque firma elettronica, e dunque anche quella effettuata tramite la digitazione di una *password* attraverso l'utilizzo di *Internet*, è sufficiente ad integrare gli estremi della forma scritta, salvo che sul piano probatorio il documento così sottoscritto è liberamente apprezzabile dal giudice[37].

Si arriva, quindi, al paradossale risultato che una firma elettronica minore, quale quella apposta tramite *Internet*, può essere utilizzata per soddisfare il requisito della forma scritta *ad substantiam*[38], salvo che il giudice, in sede di un eventuale contenzioso, potrà liberamente valutare la portata probatoria del documento.

Per comprendere meglio la "stranezza" di tale disposizione, basta riflettere sulla ulteriore previsione di cui al secondo comma dell'art. 6 del d. Lgs. 10/2002, secondo la quale una firma elettronica intrinsecamente insicura, quale quella c.d. minore, soddisfa l'obbligo previsto dagli articoli 2214 e seguenti del codice civile: ció significa che le scritture contabili possono essere tenute avvalendosi anche di una firma elettronica minore, il che parrebbe assurdo, atteso che le scritture contabili hanno funzione probatoria (art. 2709 c.c.), mentre la firma elettronica minore non garantisce alcunché sul piano probatorio.

Forse la previsione in esame altro non fa che ricercare un punto di equilibrio tra esigenze di celerità, da un lato, e tutela del titolare della *password* da eventuali abusi, dall'altro. A questa conclusione pare potersi giungere considerando la disposizione di cui al terzo comma dell'art. 6, secondo cui «il documento informatico, quando è sottoscritto con firma digitale o con un altro tipo di firma elettronica avanzata, e la firma è basata su di un certificato qualificato ed è generata mediante un dispositivo per la creazione di una firma sicura, fa inoltre piena prova, fino a querela di falso, della provenienza delle dichiarazioni da chi l'ha sottoscritto».

---

[36] Grassetto nostro.

[37] Per una severa critica al d. lgs. n. 10/2000, cfr. BECHINI U. – MICCOLI M., *Attuazione della direttiva europea sulla firma elettronica, ovvero la firma «sine probatione»*, in *Notariato*, n. 3, 2002, p. 327 ss.

[38] Per una riflessione sulla forma *ad substantiam*, si v. IRTI N., *Studi sul formalismo negoziale*, Milano 1997.

Tale norma sembra equiparare la firma digitale sicura alla scrittura autenticata[39]: parallelamente, la firma elettronica minore verrebbe a costituire mezzo di sottoscrizione di una scrittura privata semplice, senza attribuire un valore certo all'autenticità del sottoscrittore.

Con riferimento all'oggetto del nostro studio, si evidenzia come l'adesione alla sollecitazione attraverso l'utilizzo di *Internet*, qualificata dalla Consob in termini di modalità equivalente alla sottoscrizione, finirebbe con l'attribuire valore di forma scritta al documento informatico di adesione, senza peraltro rafforzarne l'attendibilità su un piano probatorio.

Il sistema di adesione non offre molto nemmeno su un piano di sicurezza, specie ove all'adesione dovesse seguire il pagamento mediante utilizzo della carta di credito da parte dell'investitore.

Ma forse l'impiego di una firma elettronica avanzata[40], sicura da un punto di vista della pirateria informatica, non appare necessaria per transazioni di ammontare non rilevante ed in numero relativamente alto, quali quelle effettuate nell'ambito di una sollecitazione del pubblico risparmio, poiché essa comporterebbe oneri eccessivi per il soggetto offerente, che sicuramente verrebbero traslati sul prezzo del prodotto finanziario, oggetto di sollecitazione.

Resta in ogni modo vera la constatazione che la forma "*sine probatione*", che il d. lgs. n. 10/2002 sembra avere introdotto, può, oltre che costituire un eventuale mezzo di tutela del titolare della *password* contro eventuali abusi, penalizzare notevolmente sia l'investitore, sia l'offerente di strumenti finanziari a distanza.

Nonostante la conservazione su supporto duraturo delle evenienze delle operazioni poste in essere, in sede di contenzioso, infatti, il giudice potrà valutare liberamente il valore probatorio dei

---

[39] Per le conseguenze legate ad una siffatta equiparazione, cfr. BECHINI U. – MICCOLI M., *Attuazione della direttiva europea sulla firma elettronica, ovvero la firma «sine probatione», cit.*, p. 330ss.

[40] Si tratta della firma di cui all'art. 10 del d.p.r. n. 513/1997, in base al quale: «(...) 3. La firma digitale deve riferirsi in maniera univoca ad un solo soggetto ed al documento o all'insieme di documenti cui è apposta o associata. 4. Per la generazione della firma digitale deve adoperarsi una chiave privata la cui corrispondente chiave pubblica non risulti scaduta di validità ovvero non risulti revocata o sospesa ad opera del soggetto pubblico o privato che l'ha certificata (...)». Pertanto, la chiave, rilasciata da un certificatore accreditato, è creata mediante dispositivi volti a garantirne l'assoluta sicurezza (sistemi crittografici). Ai sensi dell'art. 2, lettera g), del d. lgs. n. 10/2002, poi, la firma elettronica avanzata è definita come «la firma elettronica ottenuta attraverso una procedura informatica che garantisce la connessione univoca al firmatario e la sua univoca identificazione, creati con mezzi sui quali il firmatario può conservare un controllo esclusivo e collegamento ai dati ai quali si riferisce in modo da consentire di rilevare se i dati stessi siano stati successivamente modificati».

corrispondenti documenti informatici: la prova dell'autenticità della sottoscrizione apposta mediante firma elettronica minore o dell'uso improprio della *password* da parte di un terzo, sia essa a carico dell'investitore, sia essa a carico dell'intermediario a seconda delle pretese avanzate, è di difficile, se non impossibile, fornibilità.

Si può certo obiettare che il problema rilevato è inerente ai dubbi interpretativi ed applicativi propri al d. lgs. n. 10/2002, piuttosto che alla materia che ci occupa.

Contro tale obiezione, si osserva, però, che l'esame compiuto consente di muovere una serie di osservazioni, prima fra tutte quella relativa all'attendibilità delle interpretazioni effettuate dalla Consob mediante le proprie comunicazioni.

Il riconoscimento, da parte della Consob, dell' «equivalenza alla forma scritta» per una qualunque *password* immessa in *Internet*, è avvenuto precedentemente all'entrata in vigore del d. lgs. n. 10/2002: poteva l'Autorità di vigilanza attribuire, in via interpretativa, valore di firma elettronica ad una semplice associazione logica di dati?

A prescindere da tale interrogativo, la cui risoluzione necessiterebbe di una trattazione ampia ed articolata che non è possibile effettuare in questa sede, allo stato attuale si pone l'esigenza di ripensare le modalità di adesione alle sollecitazioni all'investimento effettuate tramite la rete, se non si vuole:

a) appesantire il sistema giudiziario attraverso contenziosi che richiedono una particolare preparazione tecnica del foro giudicante;
b) minare lo stesso impiego del mezzo *Internet* per le operazioni finanziarie oggetto del nostro studio;
c) esporre l'investitore e l'offerente ad un'incertezza giuridica crescente, sia su un piano di rapporti tra privati, sia a livello di sistema finanziario nel suo complesso.

Una soluzione potrebbe essere quella di prevedere l'uso della firma elettronica "avanzata "[41] anche per le adesioni alle sollecitazioni all'investimento, il cui maggior costo verrebbe sì probabilmente traslato sui consumatori, ma rappresenterebbe la naturale contropartita di una sicurezza giuridica accresciuta, che i soggetti intermediari si incaricherebbero di assicurare laddove, per esempio, gli stessi si attivassero per ottenere lo *status* giuridico di "certificatore accreditato"[42].

[41] Si veda la nota precedente.

[42] L'albo dei soggetti cerificatori è stato istituito presso l'Autorità per l'informatica nella pubblica amministrazione (Aipa) con circolare 26 luglio 1999, n. Aipa/CR/22. Proprio tale

In tale qualità, gli intermediari potrebbero, inoltre, procedere direttamente alla verifica dell'identità del soggetto che si avvalga della firma digitale per sottoscrivere atti o documenti, ed ottemperare, altresì agli obblighi previsti dalla normativa antiriciclaggio[43].

Qualche riflessione, infine, deve essere effettuata circa il collegamento tra forma scritta e firma digitale per tutti gli altri servizi di investimento, diversi dalla sollecitazione, che sono forniti a distanza, e per i quali la Consob e/o il TUF richiedono la forma scritta: stipulazione del contratto di negoziazione per conto terzi[44]; stipulazione del contratto di ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione[45]; stipulazione del contratto di gestione di portafogli di investimento[46]; contratti per la concessione di finanziamenti agli investitori e di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari[47]; ogni altra dichiarazione negoziale in ordine alla quale sia richiesta dall'ordinamento, senza alternative, la forma scritta.

Sul punto, la Consob ha operato uno stretto collegamento tra la forma scritta e la firma digitale c.d. "avanzata", stabilendo che la conclusione di un contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento «potrà avvenire via Internet solo ove sia effettivamente realizzabile la c.d. firma digitale secondo quanto disposto dal d.p.r. 10 novembre 1997, n. 513, in attuazione dell'art. 15, comma 2, della legge 15 marzo 1997, n. 59. Lo stesso è da dirsi per ogni altra

---

provvedimento assume una notevole rilevanza, poiché sembra legittimare la possibilità che gli intermediari, che siano in possesso dei requisiti richiesti dalla circolare medesima, siano inseriti nell'albo pubblico dei soggetti certificatori previsto dalla normativa di settore.

[43] Su tale aspetto, si rinvia al par. 4 del presente capitolo.

[44] Art. 23 TUF e art. 30, comma 1, reg. Consob n. 1522/1998.

[45] Art. 23 TUF e art. 30, comma 1, reg. Consob n. 1522/1998.

[46] La forma scritta per questi ultimi è prevista dall'art. 24, commi 1, lett. *a)* e 2, TUF. Si rammenta, inoltre, che la forma scritta è richiesta per l'assolvimento dell'obbligo, previsto dall'art. 28, comma 1, lett. *a)*, reg. Consob n. 1522/1998, di ricevere dall'investitore l'eventuale rifiuto di fornire le notizie «circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio». Essa è ulteriormente prescritta per l'assolvimento dell'obbligo, previsto dall'art. 28, comma 3, reg. Consob n. 1522/1998, di informare «prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti finanziari derivati e in warrant (...) abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esercizio delle operazioni».

[47] Art. 30, comma 3, lett. *b)*, reg. Consob n. 1522/1998, nella sua versione attuale. Si ricorda che la Consob si è avvalsa della possibilità di derogare alla forma scritta concessale dall'art. 23, comma 1, TUF, solo con riferimento ai contratti di collocamento, ivi compresi quelli di offerta fuori sede e di promozione e collocamento a distanza, e ai contratti accessori, fatta eccezione appunto per quelli di concessione di finanziamenti agli investitori e di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari.

dichiarazione negoziale in ordine alla quale sia richiesta dall'ordinamento, senza alternative, la forma scritta»[48].

Tuttavia, se il riferimento alla firma digitale "avanzata" era certo con riferimento al periodo antecedente l'entrata in vigore del d. lgs. n. 10/2002, *quid iuris* con riferimento alle innovazioni introdotte da quest'ultimo?

Il dubbio appare legittimo, visto che attualmente il requisito legale della forma scritta è soddisfatto da qualsiasi firma elettronica[49] (e quindi non necessariamente dalla firma digitale "sicura").

Per la conclusione dei contratti relativi ai servizi di investimento forniti a distanza sarà sufficiente l'utilizzo di una *password* via *Internet* o è ancora necessario l'utilizzo di una firma basata su di un certificato qualificato rilasciato da un certificatore accreditato?

È chiaro che l'Autorità di vigilanza non può imporre agli intermediari oneri aggiuntivi rispetto a quelli previsti per legge ma, se si opta per una firma "semplificata", potrebbero sorgere i problemi probatori di cui si è discusso anche con riferimento alla conclusione dei contratti relativi ai diversi servizi di investimento.

Solo un intervento a livello legislativo potrebbe eliminare tali inconvenienti.

Nelle more, l'Autorità di vigilanza del mercato finanziario dovrebbe intervenire nuovamente e rendere, così, trasparente la propria posizione, alla luce dell'evoluzione normativa che la firma digitale ha conosciuto.

In mancanza, sarebbe fortemente contraddittorio prevedere l'impiego della firma digitale c.d. minore per aderire ad un'operazione di sollecitazione all'investimento effettuata tramite *Internet*, e prescrivere, invece, l'impiego della firma digitale avanzata per la conclusione dei contratti relativi ai vari servizi di investimento, offerti sempre tramite la rete.

L'apparente incongruenza deriva, senza dubbio, da una "reattività tardiva" rispetto ad una riforma che ha parzialmente sconvolto l'originario istituto della firma digitale.

Ciò mette in luce le difficoltà che legislatore ed Autorità di settore incontrano nel fornire risposte adeguate a nuove fenomenologie. Il mancato intervento della Consob dimostra, infatti, l'incapacità di

---

[48] Comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000, in materia di trading *on line* e regole di comportamento.

[49] Art. 6, comma 2, d. lgs. 23 gennaio 2002, ai sensi del quale: «il documento informatico, sottoscritto con firma elettronica, soddisfa il requisito legale della forma scritta».

"seguire temporalmente" il ritmo di sviluppo imposto dal progresso tecnologico.

Vanno, pertanto, ripensati i criteri e le modalità di azione, attraverso "un'attività anticipatoria" che, benché estremamente difficile da implementare, costituisce forse l'unica strada per contenere gli effetti perversi ed intrinseci ad ogni processo evolutivo di tipo tecnologico.

3. L'obbligo dell'utilizzo del promotore finanziario.

Altro aspetto interessante, legato all'utilizzo di un sito *Web* nell'offerta a distanza di prodotti e servizi finanziari, riguarda l'obbligo di utilizzo dell'opera di un promotore finanziario.

Come si è già visto in altra parte del presente lavoro, il regolamento Consob n. 11522/1998 prescrive tale obbligo solo quando la tecnica di comunicazione a distanza utilizzata consente «*una comunicazione individualizzata e una interazione immediata con l'investitore*»[50], e lo esclude, invece, nel caso in cui l'attività di promozione e collocamento «*sia svolta su iniziativa dell'investitore, a condizione che tale iniziativa non sia stata sollecitata con messaggi a lui personalmente indirizzati*»[51].

Posto che l'utilizzo della rete *Internet*, qualora rispetti alcuni requisiti, integra una «tecnica di comunicazione a distanza»[52], occorre stabilire, quindi, quando l'impiego di un sito *Web* o della posta elettronica generi l'obbligo di avvalersi di promotori finanziari.

---

[50] Si veda l'art. 76, comma 1, reg. Consob n. 1522/1998.

[51] Si veda l'art. 76, comma 2, reg. Consob n. 1522/1998. L'onere di provare la provenienza dell'iniziativa e/o la natura del documento inviato spetta all'intermediario; ciò si può facilmente ricavare dal disposto dell'art. 56, comma 2, reg. Consob n. 1522/1998, ai sensi del quale «*Gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio e le SICAV si dotano di procedure idonee a: a) assicurare l'ordinata e corretta prestazione dei servizi; b) ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi; c) assicurare una adeguata vigilanza interna sulle attività svolte dal personale addetto e dai promotori finanziari*». (Grassetto nostro). Incombe, dunque, agli intermediari l'onere di dare contezza dei comportamenti posti in essere, ricostruendo, attraverso l'utilizzo di particolari procedure, le modalità adottate, i tempi impiegati e le caratteristiche degli stessi comportamenti. In tal senso, cfr. Comunicazione Consob n. DI/99052838 del 7 luglio 1999, in cui viene specificato che: « (...) incombe sull'intermediario l'onere di predisporre procedure che consentano di verificare se l'investitore abbia ricevuto proposte a contenuto negoziale o promozionale dal personale addetto all'interazione via posta elettronica».

[52] Come già altrove specificato, sia il sito sia la posta elettronica costituiscono potenzialmente una tecnica di comunicazione a distanza rilevante ai sensi dell'art. 72, reg. Consob, n. 1522/1998.

Il discorso deve essere differentemente articolato, distinguendo il sito *Web* dall'*e-mail*.

Il sito *Web*, infatti, essendo qualificabile come "un'offerta permanente rivolta alla generalità del pubblico", non permette certo una comunicazione individualizzata ed una interazione immediata.

È al singolo investitore, infatti, che incombe l'iniziativa di attivarsi per consultare quel particolare sito finanziario, piuttosto che un altro, con la conseguenza che «l'utilizzo dei promotori finanziari nella promozione e nel collocamento tramite sito non è configurabile in ragione delle caratteristiche tecniche dello strumento»[53].

Per le offerte a distanza di prodotti finanziari e servizi di investimento effettuate attraverso il sito *Web*, quindi, non trova applicazione l'obbligo di cui si discute, in quanto è l'investitore che, se pur attratto dall'informazione pubblicitaria contenuta nel sito, si rivolge *motu proprio* all'intermediario.

Diametralmente opposta, invece, la regola in caso di offerta tramite posta elettronica, che proprio per le sue caratteristiche tecniche soddisfa il requisito della "comunicazione individualizzata e dell'interazione immediata".

In via di principio, quindi, l'invio di messaggi a contenuto promozionale o negoziale mediante *e-mail* deve essere effettuato ad opera di promotori finanziari. Solo per particolari categorie di interazioni, infatti, è possibile derogare al suddetto obbligo, quando:

a) il messaggio si limiti «ad enunciare le qualità e le caratteristiche del soggetto offerente, dei servizi di investimento o degli strumenti finanziari offerti»[54];
b) l'iniziativa è stata avviata dall'investitore, e i messaggi inviati in seguito a tale iniziativa non hanno contenuto negoziale[55];
c) si procede, su espressa richiesta dell'investitore, all'«invio di documenti, anche contrattuali, necessari per l'acquisto o la sottoscrizione di prodotti finanziari o per l'avvio di rapporti aventi ad oggetto la prestazione di servizi di investimento con l'intermediario stesso o con terzi intermediari»[56], fermo restando l'obbligo di astenersi dall'inviare proposte a contenuto

[53] Comunicazione Consob n. DI/99052838 del 7 luglio 1999, in *Bollettino Consob*, n. 7/1999, p. 48.
[54] In tal senso, si vedano comunicazioni Consob n. DI/99027795 del 13 aprile 1999 e n. DI/99052838 del 7 luglio 1999.
[55] Si tratta, come esemplificato dalla stessa Consob, di messaggi di conferma delle disposizioni impartite dall'investitore. (Comunicazione Consob n. DI/99052838 del 7 luglio 1999).
[56] Comunicazione Consob n. DI/99052838 del 7 luglio 1999.

promozionale o negoziale, indipendentemente dalla paternità dell'iniziativa.

In tali casi, infatti, l'intermediario può procedere senza doversi avvalere necessariamente dell'opera di promotori finanziari.

L'addetto che non sia promotore finanziario dovrebbe, invece astenersi – anche qualora l'iniziativa provenga dall'investitore – dall'utilizzare la posta elettronica per inviare proposte a contenuto promozionale o negoziale.

Peraltro, ai sensi dell'art. 76, comma 2, reg. Consob n. 1522/1998, l'esenzione dall'obbligo di avvalersi di promotori finanziari opera per ogni attività di promozione o collocamento svolta su iniziativa dell'investitore, sempre che l'iniziativa non sia stata sollecitata da messaggi *a lui personalmente indirizzati.*

Cosa avviene nel caso in cui l'investitore sia sollecitato attraverso collegamenti ipertestuali presenti in un sito[57]?

In tale ipotesi, non si può certo parlare di messaggi *personalmente indirizzati* all'investitore. Ne discende che l'invio di un messaggio promozionale o negoziale tramite posta elettronica non richieda l'intervento di un promotore ove l'iniziativa dell'investitore sia stata sollecitata attraverso messaggi a lui non personalmente indirizzati[58].

La *ratio* della disciplina è quella, come già altrove evidenziato, di tutelare l'investitore che diventa "soggetto passivo" di un'altrui iniziativa economico-giuridica, garantendogli una certa professionalità da parte dei soggetti che lo sollecitano all'investimento finanziario.

Così com'è strutturata, tuttavia, la disciplina in esame sembra non garantire appieno l'investitore: egli si trova, infatti, ad operare, in alcuni casi, senza avere la certezza sulla veridicità dell'identità del soggetto sollecitatore, nonché sulla sua effettiva presenza all'altro capo della rete.

Dietro un computer, infatti, ci può essere chiunque, se non vengono concepiti e attuati sistemi di **vigilanza interna** in grado di assicurare una corretta ripartizione dei compiti, ed un'efficace ed efficiente esecuzione dei medesimi.

---

[57] In questo caso è forse eccessivo parlare di "sollecitazione". Un *link*, infatti, potrebbe configurare un'attività promozionale soltanto qualora rimandi a dei messaggi caratterizzati dalla finalità di essere diretti alla conclusione di un contratto di natura finanziaria: il link, in fondo, consente solo al soggetto di risparmiare la fatica di riscrivere un indirizzo di *Internet*. In caso contrario, infatti, tutti i motori di ricerca integrerebbero un'attività di promozione. In tal senso, cfr. BONZANINI L., *La normativa di riferimento in materia di "trading on line"*, in *Contratti*, n. 2/2000, p. 193 ss. e a p. 198.

[58] In tal senso, LENER R., *Promotion and selling of financial products and services through the Internet*, in *Dir. comm. int.*, 2001, p. 836.

Certo non mancano le opportunità tecniche, mediante per esempio l'uso di codici identificativi personali attribuiti a ogni promotore, per ovviare a tali inconvenienti, e soprattutto per attenersi scrupolosamente alle previsioni normative e/o regolamentari in vigore.

Il problema, però, non è solo quello di garantire un intervento dei promotori finanziari nelle ipotesi sopra delineate (risultato al quale si può certamente giungere), ma anche quello di assicurare una certa trasparenza in un settore, che per le proprie caratteristiche intrinseche, si presta ad un eventuale uso "distorto".

In tema di promotori finanziari, trasparenza significa potere accertare l'effettiva iscrizione all'albo, compito facilitato dalla stessa Autorità di vigilanza, la quale fornisce tale informazione nel proprio sito.

Il discorso si sposta piuttosto sul quesito se l'onere di trasparenza deve sempre e in ogni modo totalmente incombere sull'intermediario, oppure se possa ravvisarsi in capo all'investitore un generico obbligo di diligenza nell'accertare le qualità del soggetto con il quale entra in contatto a distanza.

Non può certo negarsi che l'investitore, navigatore esperto o alle prime armi, è in grado, in ogni caso, di "cercare" ciò che gli interessa, o di "cestinare" la posta elettronica superflua.

Perché lo stesso investitore non dovrebbe essere capace di verificare l'identità degli intermediari dai quali è stato sollecitato? Non ci si può forse aspettare dall'uomo medio, il c.d. uomo della strada, l'accortezza di porre in essere rapporti giuridici con un soggetto della cui identità si è accertata la veridicità?

Certo l'uso di percorsi obbligatori, che costringono l'investitore a visitare il sito dell'Autorità di vigilanza prima dell'accensione di qualsiasi rapporto giuridico, sembrerebbe tutelare maggiormente l'investitore, in quanto, da un lato, egli sarebbe costretto, suo malgrado, a prendere visione dell'informazione e dell'autenticità circa la veste di promotore finanziario del soggetto che lo ha personalmente sollecitato e, dall'altro lato, si avvierebbe un **processo "educativo"** di conoscenza del mercato che forse richiederebbe, senza tali percorsi obbligatori, tempi più lunghi.

Si tratta piuttosto di una scelta di carattere politico, in quanto, attraverso la preferenza per una particolare modalità operativa, si introducono dei limiti all'uso del mezzo *Internet*, seppure senza agire in via di diretta regolamentazione dello stesso.

4. L'identificazione del cliente.

L'operatività a distanza è risultata in gran parte ostacolata dalla disciplina vigente in materia di antiriciclaggio[59] e, nello specifico, dall'applicazione dell'obbligo di identificazione personale dell'investitore (o del suo mandatario) [60].

Esclusa, infatti, la possibilità di effettuare *trading* anonimo, il cliente "a distanza" viene a trovarsi sullo stesso piano di un cliente che opera per vie tradizionali, il ché comporta l'obbligo di identificazione personale dello stesso, di difficile attuazione nel contatto per via telematica.

---

[59] Decreto legge 3 maggio 1991, n. 143 (in *G.U.* dell'8 maggio 1991, n. 106), convertito, con modificazioni, nella legge 5 luglio 1991, n. 197 (in *G.U.* del 6 luglio 1991, n. 157) e successivamente modificato dal decreto legislativo 26 maggio 1997, n. 153 (in *G.U.* del 13 giugno 1997, n. 136). La prevenzione del riciclaggio è attuata attraverso la previsione di specifici adempimenti anche in capo agli operatori del settore creditizio e finanziario, che sono chiamati a collaborare passivamente (identificando il cliente all'atto dell'accensione del primo rapporto contrattuale, ovvero all'atto dell'effettuazione di operazioni di importo superiore a lire 20 milioni) e attivamente (segnalando all'UIC le c.d. operazioni "sospette") nella funzione di controllo pubblico dei fenomeni criminosi. Per assolvere agli adempimenti antiriciclaggio, gli operatori finanziari hanno l'obbligo di registrare i dati raccolti (generalità complete di colui che dispone l'operazione o di colui per il conto del quale l'operazione viene eseguita) in un archivio unico gestito a mezzo di sistemi informatici, e di conservarli per la durata di dieci anni. Per la dottrina in argomento, cfr. CAPRIGLIONE F., *L'antiriciclaggio fra prevenzione sociale e disinquinamento del settore finanziario*, in *Banca e borsa*, 1998, I, p. 417 ss.; FERRAJOLI L., *Antiriciclaggio: novità per l'archivio unico e per gli intermediari finanziari*, in *Informatore Pirola*, 1998, n. 30, p. 2783 ss.; MAJORANA D., *Antiriciclaggio bancario. L'istituto giuridico, i suoi obiettivi ed i suoi strumenti*, in *Società bilancio e contabilità*, 1995, n. 12, p. 985 ss.; CUCUZZA O., *Luci ed ombre dell'attuale normativa antiriciclaggio*, in *Il fisco*, 1995, n. 28, p. 6953 ss.; RAZZANTE R., *Norme antiriciclaggio: lo stato di attuazione e le linee di tendenza*, in *Amministrazione & finanza*, 1995, n. 18, p. 1003; id., *Collocamento fuori sede di servizi finanziari e normativa antiriciclaggio*, (Nota a Ufficio Italiano Cambi, parere 31 gennaio 2000), in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2000, II, p. 90 ss. Per quanto concerne la segnalazione delle operazioni sospette, il d. lgs. 25 settembre 1999, n. 374, ha ampliato il novero dei soggetti tenuti a tale obbligo, includendovi, oltre agli agenti assicurativi, anche i promotori finanziari. Questi ultimi sono tenuti ad effettuare la segnalazione al legale rappresentante dell'intermediario per conto del quale agiscono o a un suo delegato (art. 7, comma 2, d. lgs. n. 374/1999).
A livello di normativa comunitaria, si segnala la Direttiva 2001/97/CE (in G.U.C.E. 28 dicembre 2001, n. L 344), entrata in vigore il 28 dicembre 2001, che modifica la direttiva 91/308/CEE del Consiglio relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività illecite. Sulle novità introdotte da tale provvedimento, si v. CERVINO G., *Nuova Direttiva europea antiriciclaggio*, in *La Settimana fiscale*, 2002, n. 10, p. 29 ss; ROSI E., *Antiriciclaggio: la disomogeneità della direttiva nuova ma non troppo*, in *Diritto e Giustizia*, 2002, n. 5, p. 54 ss.
[60] Art. 2 della legge 5 luglio 1991, n. 197.

La Consob, conformemente all'orientamento espresso in passato dall'Ufficio Italiano dei Cambi (UIC) [61], ha, infatti, affermato che sull'intermediario grava l'onere di identificare direttamente il nuovo cliente, al momento dell'instaurazione del rapporto, tramite proprio personale incaricato, ovvero acquisendo un'idonea attestazione da parte di un intermediario che ha già proceduto, per propri fini, all'identificazione dell'investitore[62].

Ovviamente, un siffatto onere in tema di operazioni finanziarie a distanza ha intralciato lo svolgimento di attività di promozione e collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza, che si caratterizzano, come più volte specificato, per la circostanza di svolgersi senza la presenza fisica e simultanea del cliente e dell'intermediario (o di un suo incaricato).

Anche la possibilità di adempiere all'obbligo di identificazione mediante "idonea attestazione" da parte di un altro intermediario abilitato non ha certo facilitato il compito dell'intermediario offerente.

Per tali motivi, l'UIC ha provveduto ad un "adattamento" delle forme utilizzabili[63], ritenendo come mezzo idoneo all'identificazione la trasmissione di un bonifico bancario all'intermediario[64], poiché esso

---

[61] Cfr. il comunicato del Ministero del tesoro 5 giugno 1992 che, allo scopo di agevolare l'assolvimento dell'obbligo di identificazione, ha chiarito che «nel caso di accensione di conti, depositi o altri rapporti continuativi non è richiesta l'identificazione in presenza del titolare del rapporto o del suo mandatario allorquando i dati risultino acquisiti in relazione all'adempimento attuato per il tramite di altro intermediario abilitato e ciò sia comprovato da idonea attestazione da questi rilasciata». A completamento di tale disciplina, il Ministero del Tesoro ha provveduto ad individuare i soggetti abilitati a rilasciare l'idonea attestazione, prevedendo (al par. 4.1, commi 6 e 7, d.m. 19 dicembre 1991) che la stessa può essere rilasciata da: «1) banche aventi sede legale e amministrativa in Paesi aderenti al Gruppo di azione finanziaria internazionale (banche Gafi), ovvero da succursali situate in tali Paesi di banche nazionali o di banche Gafi; 2) succursali situate in Paesi non aderenti al Gafi di banche nazionali e di banche Gafi, a condizione che la banca casa madre dichiari di aderire, nell'esercizio dell'attività svolta presso quelle succursali, ai principi e alle cautele delle raccomandazioni emanate dal Gafi; 3) autorità consolare (di prima fascia), che vi provvede nelle forme d'uso)».

[62] Cfr. la comunicazione Consob n. DI/99065403 del 3 settembre 1999.

[63] Più che "adattare" la forma, l'UIC ha osservato che la normativa vigente non impone alcun particolare requisito di forma per il rilascio dell'idonea attestazione: cfr. la circolare n. 455, emanata dall'UIC il 31 gennaio 2001, concernente la vendita tramite *Internet* di prodotti assicurativi, ma avente portata generale e, quindi, applicabile anche alla promozione e collocamento a distanza di prodotti finanziari e di servizi di investimento.

[64] L'UIC, nel fornire una diversa lettura interpretativa della disciplina antiriciclaggio vigente in Italia, ha preso spunto dalla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio presentata il 14 luglio 1999, recante modifica della direttiva 91/308/Cee del Consiglio del 10 giugno 1991 in materia di antiriciclaggio. Attualmente quest'ultima direttiva è stata modificata dalla direttiva 2001/97/CE del 4 dicembre 2001.

presuppone l'avvenuta identificazione del sottoscrittore presso la banca bonificante[65].

Il mezzo indicato è conforme alle previsioni della direttiva 2001/97/CE del 4 dicembre 2001[66], la quale, prevedendo la possibilità che l'identificazione avvenga anche attraverso "la richiesta di prove documentali supplementari o misure supplementari per la verifica o la certificazione dei documenti forniti, o ancora una certificazione di conferma di un ente cui si applica la presente direttiva", sembra avere attribuito agli Stati membri la facoltà di prevedere nuove ed ulteriori modalità per una completa e legittima identificazione del cliente.

---

[65] Affinchè l'ordine di bonifico possa sostituire l'attestazione esplicita di identificazione compiuta dall'intermediario corrispondente, l'UIC richiede che siano rispettate le seguenti condizioni: «a) il bonifico sia seguito a valere su un rapporto nominativo per il quale il cliente è stato opportunamente identificato; b) l'intermediario, che deve procedere a identificazione a distanza e che riceve dal cliente comunicazione dei dati identificativi, assegni al cliente stesso un codice identificativo che questi avrà cura di comunicare alla banca presso la quale è intrattenuto il rapporto che, a sua volta, lo dovrà riportare sul bonifico inviato all'intermediario; c) tutte le successive operazioni siano domiciliate e cioè transitino sul conto originario d'appoggio per avere la certezza che queste siano effettuate sempre dalla stessa persona in modo tale da soddisfare l'obbligo d'identificazione previsto per ogni operazione a valere su un medesimo rapporto».

[66] La direttiva 2001/97/CE del 4 dicembre 2001 prevede, infatti, all'art. 3, comma 11, che: «(...) gli Stati membri provvedono a che gli enti e le persone cui si applica la presente direttiva adottino misure specifiche e adeguate intese a compensare il maggior rischio di riciclaggio derivante dall'instaurazione di rapporti di affari o dall'effettuazione di un'operazione con un cliente che non è fisicamente presente ai fini di identificazione ("operazioni a distanza"). Tali misure dovrebbero garantire che l'identità del cliente sia stabilita, ad esempio, attraverso la richiesta di prove documentali supplementari o misure supplementari per la verifica o la certificazione dei documenti forniti, o ancora una certificazione di conferma di un ente cui si applica la presente direttiva, **oppure attraverso l'effettuazione del primo pagamento relativo all'operazione tramite un conto aperto a nome del cliente presso un ente creditizio cui si applica la presente direttiva** (...)». (Grassetto nostro). Si noti che le modalità richiamate dalla direttiva lo sono a titolo esemplificativo. Sorge, pertanto, spontaneo il quesito se, in sede di recepimento, potranno essere inserite nuove ed ulteriori modalità ai fini di una legittima identificazione del cliente e di una idonea attestazione rilasciata dall'intermediario abilitato, che ha proceduto alla stessa identificazione.

4.1. *segue*: la firma digitale e la disciplina antiriciclaggio.

Un interessante dibattito concerne il tema del rapporto fra firma digitale e disciplina antiriciclaggio[67], e soprattutto la possibilità per gli intermediari finanziari di avvalersi, per le operazioni eseguite in via telematica, della identificazione a suo tempo effettuata dal certificatore, in ossequio alle previsioni di cui alla legge antiriciclaggio n. 197 del 5 luglio 1991.

Al riguardo, l'UIC[68] ha evidenziato che:

a) la normativa sul documento informatico e sulla firma digitale (d.p.r. 28 dicembre 2000, n. 445) non presenta alcun richiamo alla legge n. 197/91 e successive modifiche[69];
b) l'identificazione cui è tenuto il certificatore per il rilascio della "firma digitale" non richiede il "contatto fisico" tra l'interessato e il certificatore; ne consegue che «la firma digitale può essere considerata come strumento idoneo ad attestare l'avvenuta identificazione nelle operazioni a distanza» solo «qualora sia assicurata la rispondenza della procedura di identificazione e delle successive fasi di rinnovo, sospensione o revoca del certificato, ai principi generali in materia di antiriciclaggio»[70];
c) «l'intermediario può avvalersi della identificazione effettuata dal certificatore, previa stipula di un'apposita convenzione tra intermediario e certificatore, in cui quest'ultimo si impegni ad

[67] Per la dottrina in argomento, cfr. RICCIUTO P., *Firma digitale e antiriciclaggio nell'interpretazione dell'UIC*, in http://www.interlex.it/docdigit/ricchiu4.htm, visitato il 9 maggio 2003; PETRULLI M., *La firma digitale e la disciplina antiriciclaggio*, in http://www.filodiritto.com/diritto/privato/informatica_giuridica, visitato l'8 maggio 2003; D'AGOSTINO P., *La firma digitale e la disciplina antiriciclaggio*, in http://www.portalino.it/bancalex/firma_digitale04.htm, visitato l'8 maggio 2003.

[68] L'UIC ha espresso la sua posizione con il parere del 14 giugno 2001.

[69] In particolare, l'UIC ha aggiunto che: « (...) qualora si ritenesse possibile l'uso di tale strumento per l'adempimento degli obblighi previsti dalla normativa antiriciclaggio si verrebbero a coinvolgere, nell'identificazione prescritta nell'art. 2 della citata legge n. 197/91, **soggetti non appartenenti al settore degli intermediari finanziari e come tali non destinatari degli obblighi antiriciclaggio.** (Grassetto nostro) ».

[70] A tal fine, come specificato dall'UIC, il certificatore deve: a) «prevedere, nel manuale operativo, che il procedimento di identificazione avvenga alla presenza del cliente e nel rispetto di tutti i requisiti prescritti in materia dall'art. 2 della l. 197/91 come specificati dal D.M. del 19/12/1991»; b) «garantire la diffusione del provvedimento di revoca o di sospensione nonché verificare, nella fase di rinnovo del certificato, l'identità del cliente». (Grassetto aggiunto).

effettuare l'identificazione in conformità degli obblighi previsti dalla disciplina antiriciclaggio»[71];

d) resta ferma, in ogni caso, la responsabilità dell'intermediario per il caso di violazioni degli obblighi antiriciclaggio[72].

Le affermazioni dell'UIC meritano una particolare attenzione, ed impongono una serie di considerazioni.

Va innanzitutto rilevato che il mancato richiamo da parte della disciplina sulla firma digitale a quella in materia di antiriciclaggio non osta affatto alla possibilità di individuare, in chiave ermeneutica e da un punto di vista sistematico, eventuali punti di contatto tra le due diverse normative.

Vero è, però, che la firma digitale può adempiere ad una funzione identificativa solo laddove vengono rispettate le procedure di identificazione personale stabilite dalla disciplina antiriciclaggio.

Ci trova concordi anche la evidenziata necessità di una stipula di un'apposita convenzione tra intermediario finanziario e certificatore, poiché ciò risulta indispensabile al fine di coordinare le procedure identificative del certificatore con quelle previste dalla normativa antiriciclaggio.

Ma é realmente immaginabile che tutte le singole istituzioni finanziarie stipulino delle apposite convenzioni con i vari certificatori da considerarsi valide a norma della legge n. 197/91? E ancora: è veramente ipotizzabile che gli enti certificatori adottino "*motu proprio*" i più pesanti oneri previsti dalla normativa antiriciclaggio ai fini dell'identificazione del cliente?

Ulteriori perplessità suscita, inoltre, l'opinione espressa in tema di responsabilità, non per quanto attiene la sussistenza della responsabilità dell'intermediario in caso di violazioni degli obblighi antiriciclaggio, ma relativamente alla parte in cui si vorrebbe

---

[71] L'UIC evidenzia, infatti, che «(...) l'art. 2 della legge n. 197/91 si rivolge, in modo specifico, al "personale incaricato" dell'intermediario. Al riguardo, i criteri di applicazione delle disposizioni del D.M. 19/12/91 (...) specificano che la suddetta espressione ricomprende "i soggetti legati all'intermediario da un rapporto di lavoro subordinato ovvero da un rapporto di collaborazione previsto dalla legge o da apposita convenzione nella quale siano specificati gli obblighi rivenienti dalla legge n. 197/91 e dal decreto di attuazione del 19 dicembre 1991». (Grassetto nostro).

[72] «L'intermediario, quale destinatario degli obblighi disposti dalla legge 197/91, dovrà quindi accertare che il dispositivo di firma sia stato rilasciato da un soggetto certificatore dotato di una disciplina in materia di identificazione conforme alle disposizioni antiriciclaggio nonché verificare, in sede di accensione del rapporto continuativo e nel momento dell'esecuzione dell'operazione, la validità della firma digitale». (UIC, "*La firma digitale: strumento idoneo a identificare un soggetto ai sensi della normativa antiriciclaggio*", parere espresso il 14 giugno 2001)

addossare all'intermediario finanziario un onere di verifica, in sede di accensione del rapporto continuativo e nel momento dell'esecuzione dell'operazione, della validità della firma digitale[73].

Ciò, oltre a comportare un gravame ulteriore in capo agli intermediari finanziari, sembra prevedere una possibile fonte di responsabilità, nuova rispetto a quanto previsto dalla disciplina antiriciclaggio.

Resta da chiarire, infine, se gli intermediari, che operino quali certificatori accreditati, possano avvalersi della firma digitale ai fini dell'identificazione del cliente prevista dalla l. n. 197/91.

La risposta non può che essere positiva, fermo restando il rispetto dei presupposti individuati dall'UIC: la procedura di identificazione utilizzata dall'intermediario finanziario in qualità di certificatore deve rispettare i requisiti propri alla disciplina antiriciclaggio.

Naturalmente, la firma utilizzata a tal fine non può che essere una firma "avanzata" e non una "firma elettronica minore"[74], così come introdotta dal già esaminato d. lgs. 23 gennaio 2003, n. 10, attuativo della Direttiva 1999/93/CE, relativa ad un quadro comunitario per le firme elettroniche.

Pertanto, sarebbe auspicabile l'estensione dell'obbligo di utilizzare la firma digitale avanzata anche con riferimento alle operazioni di sollecitazione all'investimento effettuate tramite *Internet*, in quanto, oltre ad una possibile utilizzazione della firma digitale ai fini della disciplina antiriciclaggio, l'auspicata estensione consentirebbe di superare l'incoerenza precedentemente segnalata, relativa, cioè, all'impiego di firme elettroniche distinte (quella "minore" e quella "avanzata") rispettivamente per le ipotesi di sollecitazione all'investimento tramite *Internet*, e per la conclusione di contratti aventi ad oggetto la fornitura a distanza di servizi di investimento.

In tal modo, si opterebbe per una soluzione in grado di coniugare la coerenza normativa ai vantaggi derivanti dall'applicazione coordinata di istituti giuridici distinti.

---

[73] Vedi nota precedente.

[74] Su un possibile utilizzo della firma elettronica "debole" nell'ambito della disciplina antiriciclaggio, si v., in senso negativo, RICCIUTO P., *Contratti bancari e assicurativi a distanza*, in *Bancamatica*, gennaio/febbraio 2002. L'Autore evidenzia l'impossibilità di un siffatto utilizzo in quanto non è prevista l'identificazione di persona per il rilascio della firma elettronica ed, inoltre, la stessa non fornisce adeguate garanzie in termini di sicurezza.

5. Offerta di prodotti finanziari e servizi di investimento tramite *Internet*: il rispetto della privacy.

Un aspetto interessante, collegato alla promozione e al collocamento di prodotti e servizi finanziari tramite *Internet*, concerne la tutela della privacy di ogni investitore, il quale dovrebbe essere protetto contro l'uso invasivo di tecniche di comunicazione a distanza, impiegate senza il suo preliminare consenso[75].

La Consob si è occupata del tema, stabilendo all'art. 74, reg. n. 11522/1998 che «la comunicazione e il collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza non possono effettuarsi e, qualora intrapresi, devono essere immediatamente interrotti, **nei confronti degli investitori che si dichiarino esplicitamente contrari al loro svolgimento o alla loro prosecuzione**[76]».

Poiché la materia risulta già compiutamente disciplinata da una fonte di grado sovraordinato (la legge n. 675/1996 e sue successive modificazioni[77]), occorre verificare se la richiamata disposizione regolamentare sia suscettibile di effettiva applicazione.

Orbene, l'art. 11 della legge n. 675/1996 prevede che lo svolgimento di un'attività promozionale, in qualunque campo e con qualunque mezzo, può essere legittimamente avviato solo con il «**consenso espresso dell'interessato**», (...) manifestato «**liberamente, e in forma specifica e documentata per iscritto** (...)

---

[75] Si tralascerà in questa sede il tema generale del trattamento dei dati, concentrandosi esclusivamente sull'invio di materiale promozionale tramite posta elettronica.

[76] Grassetto aggiunto.

[77] La legge 31 dicembre 1996, n. 675 ha attuato la direttiva n. 95/46/CE «relativa alla tutela delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali nonché alla libera circolazione di tali dati». Essa ha subito numerose modifiche ed integrazioni, tra cui, da ultimo quelle introdotte con il d. lgs. n. 467 del 28 dicembre 2001. Per la dottrina relativa al tema della *privacy*, si v. BUTTARELLI V.G., *Il dibattito sulla* privacy *è sempre aperto*, consultabile al sito *Internet* www.interlex.it; SICA S., *La "riforma" della* privacy *ed il nuovo sistema di informativa e consenso: ben più di una modifica applicativa*, in *Corriere giuridico*, n. 4/2002, p. 537 ss; ACCIAI R. – ORLANDI S., *Le nuove norme in materia di privacy*, ed. Maggiolini, 2002; BIANCA C.M. – BUSNELLI F.D. (a cura di), *La tutela della* privacy, in *Nuove leggi civ. comm.*, II-III, Padova, 1999; GIANNANTONIO E. – LOSANO M.G. – ZENO ZENCOVICH V. (a cura di), *La tutela dei dati personali. Commentario alla l. 675/1996*, Padova, 1999; CUFFARO V. – RICCIUTO V. (a cura di); *La disciplina dei dati personali*, Torino, 1997; BUTTARELLI V.G., *Banche dati e tutela della riservatezza. La* privacy *nella Società dell'Informazione. Commento analitico alle leggi 31 dicembre 1996, nn. 675 e 676 in materia di trattamento dei dati personali e alla normativa comunitaria e internazionale*, Milano, 1997; IMPERIALI R. – IMPERIALI R., *La tutela dei dati personali.* Vademecum *sulla* privacy *informatica*, Milano, 1997, id., *Internet e privacy: usa e Italia a confronto*, in *Diritto e pratica delle Società*, 1999, n. 8, p. 36 ss.

[78]», salvo che ricorra uno dei casi di esclusione contemplati dalla stessa legge[79].

La regola adottata è, pertanto, diametralmente opposta a quella prevista dal regolamento Consob, che richiede soltanto una **espressa manifestazione di dissenso** e non anche il **consenso espresso dell'investitore** per lo svolgimento di attività di promozione mediante tecniche di comunicazione a distanza.

Qualora l'utilizzazione delle tecniche in oggetto sia stata inizialmente autorizzata dall'investitore (espressamente o implicitamente), sempre in base all'art. 74 reg. Consob n. 1522/1998, lo stesso investitore può interromperne l'uso, dichiarandosi esplicitamente contrario alla loro prosecuzione.

Tale previsione sembrerebbe, invece, conforme a quella dell'art. 13 della legge n. 675/1996, secondo la quale l'interessato ha poi il diritto, fra gli altri: « (...) *e)* di opporsi, in tutto o in parte, al trattamento dei dati personali che lo riguardano, previsto a fini di informazione commerciale o di invio di materiale pubblicitario o di vendita diretta (...) e di essere informato dal titolare, non oltre il momento in cui i dati sono comunicati o diffusi, della possibilità di esercitare gratuitamente tale diritto».

Il condizionale è d'obbligo, poiché l'affermazione che precede, circa la conformità dell'art. 74 reg. Consob n. 1522/1998 all'art. 13 legge n. 675/1996 nella parte in cui prevede la facoltà dell'investitore di vietare l'uso delle tecniche di comunicazione a distanza[80] in ogni

---

[78] Il consenso deve essere solo documentato per iscritto e non anche dato per iscritto: in tal senso, cfr. GUERRA, in *La legge sulla privacy,. La gestione del consenso un anno dopo. Le certezze e i punti ancora aperti,* Atti del Convegno CRIF, Milano, 1998, p. 83 ss. Sulla differenza tra la nozione di «consenso scritto» dell'interessato, di cui all'art. 22, comma uno, della legge n. 675/1996, e la nozione di «consenso espresso in forma specifica e documentata per iscritto», di cui all'art. 11 della medesima legge, si v., inoltre, PATTI S. *Il consenso dell'interessato al trattamento dei dati personali,* in *Riv. dir. civ.,* 1999, II, p. 455 ss.

[79] Fra i casi di esclusione *ex* art. 12 legge n. 675/1996 vengono in considerazione, con riguardo allo svolgimento di attività di promozione, i casi in cui «il trattamento: (...) *b)* è necessario ...per l'esecuzione di misure precontrattuali adottate su richiesta di quest'ultimo [leggi: dell'interessato] ...; *c)* riguarda dati provenienti da pubblici registri, elenchi, atti o documenti conoscibili da chiunque; (...) *f)* riguarda dati relativi allo svolgimento di attività economiche raccolti anche ai fini indicati nell'articolo 13, comma 1, lettera e), nel rispetto della vigente normativa in materia di segreto aziendale e industriale (...) ». L'art. 13, comma 1, lettera e), a sua volta, indica i «fini di informazione commerciale o di invio di materiale pubblicitario o di vendita diretta ovvero per il compimento di ricerche di mercato o di comunicazione commerciale interattiva (...)».

[80] Tra tali tecniche rientrano, com'è noto, sia l'utilizzo di un sito *Web*, sia l'impiego della posta elettronica. Ovviamente, il problema del rispetto della *privacy*, con riferimento all'invio di materiali promozionali, si pone solo rispetto all'utilizzo della posta elettronica.

momento, è veritiera solo nel caso in cui l'utilizzazione delle tecniche di comunicazione a distanza sia avvenuta nel rispetto delle condizioni previste dalla legge n. 675/1996 e, quindi, previo «**consenso espresso**» dell'interessato manifestato «liberamente, in forma specifica e documentata per iscritto», salvo la ricorrenza di uno dei casi di esclusione *ex* art. 12 della disciplina sulla *privacy*.

Anche l'invio di materiale promozionale mediante posta elettronica dovrebbe, dunque, ritenersi consentito solo a condizione che sia stato manifestato ed acquisito preventivamente il consenso espresso dell'interessato.

Ne consegue che la disposizione dell'art. 74 reg. Consob n. 11522/1998 non è suscettibile di concreta applicazione: l'espresso e preventivo consenso dell'interessato è, infatti, necessario, ai sensi dell'art. 11, legge n. 675/1996, per l'invio di materiale promozionale mediante l'impiego di tecniche di comunicazione a distanza; la prosecuzione di tale pratica è legittima soltanto se l'inizio dell'uso di tecniche di comunicazione a distanza sia avvenuto nel rispetto della disciplina della l. 675/1996; solo in tal caso l'uso di tecniche di comunicazione a distanza per l'invio di messaggi promozionali potrebbe proseguire fino a quando non sopraggiunga l'espressa opposizione dell'investitore, ai sensi dell'art. 13, legge n. 675/1996.

Alla Consob non è, infatti, attribuito il potere di degradare il "consenso espresso", richiesto dalla legge n. 675/1996, in una sorta di "consenso implicito".

Tale risultato non è inficiato neppure dalle previsioni della Direttiva 2002/65/CE sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori, la quale conferisce agli Stati membri la facoltà di scegliere tra un sistema di "preventivo consenso espresso" ed un sistema di "manifesta opposizione del consumatore" per l'uso di tecniche di comunicazione a distanza che consentono una comunicazione individuale[81].

[81] L'articolo 10 della predetta direttiva prevede, infatti, che: «1. L'utilizzazione da parte di un fornitore delle seguenti tecniche di comunicazione a distanza richiede il previo consenso del consumatore: a) sistemi automatizzati di chiamata senza intervento di un operatore (dispositivo automatico di chiamata); b) fax, telecopia. 2. Gli Stati membri adottano le misure appropriate affinchè le tecniche di comunicazione a distanza diverse da quelle indicate al paragrafo 1, quando consentono una comunicazione individuale: a) non siano autorizzate se non è stato ottenuto il consenso del consumatore interessato; o b) possano essere utilizzate solo in assenza di una manifesta opposizione del consumatore. (...)». (Grassetto nostro). Si badi bene che il consenso espresso è in ogni caso richiesto per le tecniche più invasive della sfera privata del destinatario (telefax e sistemi automizzati di chiamata senza l'assistenza di un operatore), mentre è consentita una facoltà di scelta tra "consenso espresso" e "consenso implicito" per le altre tecniche di comunicazione che

Le previsioni della legge n. 675/1996, sono, infatti, pienamente applicabili all'invio di messaggi promozionali concernenti prodotti e servizi finanziari tramite posta elettronica e non vi è ragione di credere che, in sede di attuazione della predetta Direttiva, si avvii un processo di modifica ulteriore della legge sulla *privacy* nel senso di un'opzione per il modello della "manifesta opposizione del consumatore" e, quindi, per un consenso implicito.

Se così fosse, però, potrebbe forse realizzarsi un migliore equilibrio tra l'interesse dell'investitore al rispetto della *privacy* e l'interesse dell'intermediario offerente, ad esso contrapposto, a non subire eccessivi condizionamenti allo svolgimento dell'attività promozionale[82].

Peraltro, la previsione di cui all'art. 74 del reg. Consob n. 11522/1998 sembra andare in tale direzione, ed è, inoltre, in linea con la omologa disciplina dei contratti a distanza aventi oggetto non finanziario[83].

Non resta, quindi, che attendere l'adozione della direttiva per vedere se, ed in che termini, si procederà ad un'eventuale revisione della disciplina sulla *privacy*.

Per il momento, la posizione Consob è "contraria" alle previsioni legislative e non legittima affatto lo svolgimento di attività promozionali a distanza (nell'ambito di un'offerta di prodotti e/o di servizi finanziari) da parte dei diversi operatori economici senza il consenso espresso dell'investitore.

La realtà virtuale, tuttavia, è ben lontana dal rispetto della disciplina sulla *privacy*: si impone, pertanto, una maggiore collaborazione tra le diverse Autorità di settore attraverso, in particolare, un coordinamento delle attività di controllo dell'Autorità

---

consentono una comunicazione individuale, fra cui rientra, di nostro diretto interesse, la posta elettronica.

[82] Sulla rilevanza dell'interesse di chi tratta i dati per fini di impresa, si v. MIRABELLI G., *Le posizioni soggettive nell'elaborazione elettronica dei dati personali*, in *Dir. e inf.*, 1993, p. 322; VETTORI G., *Privacy e diritti dell'interessato*, in *Resp. Civ.*, 1998, p. 897.

[83] L'art. 10, d. lgs. 22 maggio 1999, n. 185, attuativo della direttiva n. 97/7/CE in materia di contratti a distanza diversi da quelli aventi ad oggetto servizi finanziari, subordina al preventivo consenso del «consumatore», l'impiego, da parte del «fornitore», del telefono, della posta elettronica, di sistemi automatizzati di chiamata senza l'intervento di un operatore o del fax e consente l'uso delle altre tecniche di comunicazione a distanza «se il consumatore non si dichiari esplicitamente contrario». Viene, quindi, riconosciuta la legittimità di un consenso manifestato anche implicitamente. Per l'oggetto del nostro studio, la possibilità dell'introduzione di un "consenso implicito" è fonte di interesse solo con riferimento all'uso della posta elettronica per inviare messaggi promozionali aventi ad oggetto prodotti finanziari o servizi di investimento.

garante della privacy, da un lato, e dell'Autorità di vigilanza del mercato finanziario, dall'altro.

CAPITOLO IV

LE REGOLE DI COMPORTAMENTO NELLO SVOLGIMENTO DI SERVIZI DI INVESTIMENTO TRAMITE *INTERNET*.

Sommario: 1. Premessa. – 2. Le regole di comportamento nella promozione e nel collocamento a distanza di prodotti finanziari e servizi di investimento tramite *Internet*. – 3. Il conflitto di interessi. - 4. Il profilo informativo: l'informativa iniziale da fornire al cliente. - 5. L'acquisto delle informazioni dai clienti e la valutazione dell'adeguatezza. – 6. Il servizio di negoziazione per conto terzi e quello di ricezione e trasmissione di ordini. - 7. Conclusioni.

1. Premessa.

La disciplina, che si è sommariamente esaminata nelle pagine che precedono, incontra, come si è visto, limiti di applicabilità e di adeguatezza con riferimento all'impiego di *Internet* alla fattispecie dell'offerta a distanza di prodotti finanziari e di servizi di investimento.

Interessante, ai nostri fini, è apparsa l'individuazione di tali limiti con riguardo alle discipline connesse all'utilizzo della rete, distinte da quella dell'offerta a distanza.

Quest'ultima è anch'essa fonte di incertezze applicative che richiedono un'analisi puntuale, al fine di esaminare il processo mediante il quale i *regulators* giungono a suggerire soluzioni, che possono risultare del tutto opinabili quanto alla solidità del loro fondamento giuridico.

In un contesto caratterizzato dall'esistenza di spazi di assoluta anarchia nei rapporti tra individui che aspirano alla realizzazione dei più svariati interessi, il ruolo assunto dal legislatore nazionale e dalle Autorità di vigilanza è determinante per lo stesso sviluppo della rete delle reti: nonostante il *boom* registrato nell'utilizzazione del mezzo *Internet*, infatti, non è del tutto assurdo immaginare che il vuoto di protezione ad esso relativo possa dar vita ad una tendenza di segno opposto rispetto alla notevole crescita che si registra attualmente.

L'innata vocazione alla *deregulation* deve, quindi, quanto meno essere contrastata[1], non necessariamente attraverso un robusto e dettagliato intervento regolamentare, ma piuttosto (ed anche) calando *Internet* nella realtà profondamente giuridificata già esistente.

In altri termini, ancor prima di prevedere e di introdurre ulteriori regole giuridiche proprie al mezzo *Internet* è opportuno estendere, laddove ciò non risulti incompatibile con le peculiarità della tecnica di comunicazione in oggetto, le norme vigenti in tema di offerta a distanza alle fattispecie poste in essere con l'ausilio della telematica, in quanto ciò che risulta vietato per le medesime fuori dalla rete lo è, evidentemente, anche in rete.

L'atteggiamento del legislatore italiano e della Consob[2] sembra andare in tale direzione: adeguare cioè l'applicazione della disciplina in materia di offerta a distanza all'impiego di *Internet* o piuttosto, se vista da un altro angolo visuale, modulare l'impiego di *Internet* affinché risultino rispettate le previsioni sull'offerta a distanza[3].

---

[1] La libertà su *Internet* ha, quindi, bisogno di robusti presidi. In tal senso, cfr. RODOTÀ S., *Se non ci sono più confini, qualche limite è necessario,* Telèma, Primavera, 1997, p. 7. Contro l'idea di *Internet* come territorio virtuale *legibus solutum,* si v. TRIPODI E.M., *«Divagazioni» giuridiche in tema di commercio elettronico,* in *Corr. giur.*, 2000, p. 1385.

[2] La Consob dimostra una grande apertura verso l'impiego di *Internet* quale fattore di grande sviluppo del mercato finanziario. Essa sottolinea, infatti che «l'utilizzo delle reti telematiche costituisce ormai, in vari settori dell'economia, una grande opportunità di sviluppo e le potenzialità offerte da tale strumento, per quel che concerne in particolare il settore finanziario, sono testimoniate dalla sua diffusione tra tutti i soggetti che partecipano all'attività dei mercati» (Si v., Comunicazione n. DI/45021 dell'8 giugno 2000, in *Bollettino Consob* n. 6/2000, p. 59). Tale potenzialità deve, però, essere incanalata correttamente attraverso il controllo sul rispetto delle regole già esistenti. La Consob nella richiamata comunicazione evidenzia, infatti, anche la necessità, da un lato, di adoperare «una particolare cura al fine di evitare l'utilizzo della rete per fini illeciti» e, dall'altro lato, di operare «un'attenta valutazione delle modalità di intervento sulla rete da parte dei soggetti controllati». Per rendere operativi tali precetti, la Consob invita le Sim, le società fiduciarie ex art. 60, comma 4, d. lgs. 415/1996, le Sgr, le Sicav, le società di revisione, le società di gestione dei mercati e le società emittenti titoli quotati nei mercati regolamentati, a trasmettere alla stessa Consob una scheda nella quale compaiono, tra l'altro, informazioni relative alla sede presso la quale opera l'unità addetta all'attività *on line*, all'indirizzo del sito *web*, al responsabile interno del sito, alla denominazione del *provider* del sito e al suo indirizzo, alla data di inizio dell'attività sul sito, nonché alle modalità di utilizzo del sito e/o della posta elettronica. È evidente che le informazioni in oggetto sono dirette alla verifica circa il rispetto da parte degli intermediari e dei soggetti offerenti delle disposizioni già vigenti in materia.

[3] Si tratta di un orientamento generalizzato a livello mondiale. Nell'ambito del territorio dell'unione, per esempio, l'Autorità di vigilanza del mercato finanziario francese, che si è ampiamente interessata allo sviluppo crescente di *Internet* nelle transazioni finanziarie, preconizza il mantenimento di un certo formalismo a carattere tradizionale: basta, infatti, analizzare le disposizioni della Recommandation n° 99-02 relativa a *La promotion ou la vente de produits collectifs ou de services de gestion sous mandat* via *l'internet* (in *Bulletin*

Tale processo di adeguamento è realizzato soprattutto attraverso l'utilizzo di comunicazioni Consob interpretative delle disposizioni regolamentari, le quali costituiscono certamente i referenti più significativi nella materia che ci occupa.

L'ampio numero di comunicazioni effettuate da parte dell'Autorità di vigilanza, oltre che dare contezza della complessità tecnica dell'attività di promozione e collocamento di prodotti finanziari e di servizi di investimento tramite *Internet*, rende estremamente difficile la ricostruzione e l'interpretazione del quadro normativo.

Sebbene l'intento della Consob sia quello di chiarire le incertezze cui l'applicazione dell'art. 32 TUF può dar vita con riferimento all'utilizzo di *Internet*, l'ampiezza del suo intervento chiarificatore finisce per rendere estremamente frammentario il sistema giuridico diretto a regolare l'offerta a distanza tramite *Internet*.

E di tale frammentarietà risente anche il presente lavoro, nonostante gli sforzi per ricondurre l'analisi ad unità.

A ciò si aggiungono i problemi di coordinamento con la disciplina comunitaria che, benché prenda le mosse da un obiettivo di armonizzazione, accorda, con riferimento ad alcune fattispecie[4], una facoltà di scelta agli Stati membri fra più opzioni, rendendo, in tal modo, il sistema normativo a livello europeo ancora più disorganico e disomogeneo.

Si ha l'impressione che manchi a monte una riflessione sul metodo, al di là dei contenuti e degli obiettivi che si vogliono raggiungere.

D'altra parte, però, ciò è almeno in parte giustificato dalla dimensione sovranazionale del problema, che travalica anche i confini comunitari presentandosi, più generalmente, a livello mondiale.

Ne deriva un processo di aggiustamento delle regole giuridiche del tutto caotico, sebbene i principi ispiratori del medesimo siano rintracciabili qua e là, e riconducibili al primordiale valore della tutela

---

mensuel COB, juillet-août 1999, p. 35 ss.), per rendersi conto che la tradizionale *obligation de conseil* a carico dell'intermediario conserva tutto il suo valore semplicemente adattando le particolari disposizioni che prescrivono un certo formalismo (consegna di una nota di informazione, di un contratto scritto e apposizione della firma) al mezzo *Internet*.

[4] Si pensi, a titolo esemplificativo, alla disposizione di cui all'art. 4, paragrafo 2, ai sensi della quale «in attesa di un'ulteriore armonizzazione, gli Stati membri possono mantenere o introdurre disposizioni più rigorose riguardo ai requisiti in materia di informazioni preliminari...», o ancora alla previsione di cui all'art. 15, in base alla quale «...gli Stati membri hanno la facoltà di stabilire che l'onere della prova, per quanto riguarda l'ottemperanza da parte del fornitore all'obbligo di informazione del consumatore e per quanto riguarda il consenso del consumatore alla conclusione del contratto e, se del caso, all'esecuzione di quest'ultimo, possa incombere al fornitore».

del contraente più debole, senza peraltro trascurare l'esigenza di sviluppo del mercato finanziario.

Probabilmente si tratta di una fase di transizione che, grazie agli aggiustamenti ripetuti in funzione dei *trade-off* di ritorno, si concluderà attraverso il raggiungimento di un soddisfacente punto di equilibrio economico - giuridico generale[5].

Ciò non toglie che, nelle more, occorre dare delle risposte certe alle innumerevoli questioni dubbie, onde consentire un ordinato e legittimo svolgimento dell'attività economica di cui si discute, tale da garantire pienamente sia la tutela dell'investitore, sia la trasparenza e l'integrità dei mercati finanziari.

---

[5] I termini impiegati nel testo sono di fonte economica, o meglio si ispirano all'analisi economica estesa al diritto o analisi economica del diritto, che è una branca di studio di matrice angloamericana sviluppatasi negli ordinamenti di *common law*. Essa, come evidenziato da uno dei suo maggiori esponenti (Posner), ha finalità sia conoscitive (volte alla spiegazione di fenomeni giuridici), sia finalità normative (di elaborazione di soluzioni giuridiche migliori), sia, infine, finalità predittive (di previsione degli effetti delle regole giuridiche con strumenti come l'analisi costi-benefici). Diverse sono le scuole di pensiero: fra le più importanti, la scuola neoclassica di Chicago, la scuola di diritto neoparetiana, la scuola progressista, la scuola neo-istituzionalista. Il concetto che assume posizione centrale nell'analisi economica del diritto è quello di efficienza, il quale offre "indicazioni pratiche per confezionare norme migliori" (in tal senso, si v. COOTER R., *Le migliori leggi giuste: i valori fondamentali nell'analisi economica del diritto*, in AA. VV., *Analisi economica del diritto privato*, Milano, 1999, p. 464 ss.). Ciascun individuo è considerato come un "massimizzatore razionale". Da ciò la tendenza delle risorse a gravitare verso gli usi più profittevoli se si consente lo scambio volontario, secondo il teorema della mano invisibile, che giustifica il minor intervento possibile da parte dello Stato (sul punto, cfr. CHIASSONI P., *R. Posner: pragmatismo e analisi economica del diritto*, in *Filosofi del diritto contemporanei*, Milano, 1999, p. 213). Il principio guida dell'analisi economica del diritto è, quindi, quello del mercato concorrenziale perfetto, con un numero indefinitamente grande di scambisti, senza barriere all'entrata e senza asimmetrie informative, né costi di transazione. In realtà, però, i mercati si discostano notevolmente dal modello ideale di concorrenza perfetta per diversi fattori: presenza di esternalità negative, monopoli o oligopoli, asimmetrie informative. Si assiste, quindi, a quello che è stata definito come *market failure*, per cui è necessario l'intervento dello Stato che, attraverso il diritto, con l'introduzione di norme di tipo "costrittivo" o di tipo incentivante, può modificare gli incentivi. Per un'introduzione di carattere generale sull'analisi economica del diritto, cfr., inoltre, BAIRD D.G., *Game Theory and the Law*, Harward UP, 1994; BENOIT J.P. – KORNHAUSER L.A., *Game-Theoretic Analysis of Legal Rules and Institutions*, in *Handbook of Game Theory With Economic Applications*, a cura di AUMANN R. – HART S., vol. III, Elsevier, 2002, p. 2229 ss; COOTER R., *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*, Il Mulino, 1999; DENOZZA F., *Norme efficienti. l'analisi economica delle regole giuridiche*, Giuffrè, 2002; PARDOLESI R. – ARCURI A., *Analisi economica del diritto*, voce dell'*Enciclopedia del diritto*, Aggiornamento, vol. VI, Giuffrè, 2002.

2. Le regole di comportamento nella promozione e nel collocamento a distanza di prodotti finanziari e servizi di investimento tramite *Internet*.

Come già specificato in altra parte del presente lavoro, la Consob fa obbligo ai soggetti abilitati, ai sensi dell'art. 75 reg. n. 11522/1998, di «osservare le disposizioni del Libro III[6]» nello svolgimento di attività di promozione e collocamento a distanza.

Tra tali disposizioni rientrano le regole generali di comportamento che, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato finanziario, debbono guidare l'agire degli intermediari.

La vigenza di dette regole non è, infatti, pregiudicata dall'utilizzo di tecniche di comunicazione a distanza (fra le quali rientra *Internet*), ma è chiaro che il rispetto degli obblighi *ivi* prescritti può dar luogo a qualche problema applicativo e/o interpretativo, su cui la Consob è intervenuta, fornendo specifiche soluzioni.

Consapevole del serio problema di coerenza e compatibilità di tali regole rispetto alla particolare natura del mezzo impiegato per il contatto con la clientela, la Consob ha innanzitutto segnalato la necessità che le informazioni e i chiarimenti dovuti agli investitori siano «*forniti, in modo chiaro e comprensibile, con modalità adeguate alle caratteristiche della tecnica di comunicazione a distanza impiegata*» (art. 75, comma 2, reg. n. 1522/1998), precisando, altresì, che «*i documenti dei quali il Libro III prevede la consegna agli investitori o il rilascio da parte di questi ultimi possono essere trasmessi anche mediante utilizzo di tecniche di comunicazione a distanza, purché le caratteristiche di queste ultime siano con ciò compatibili e consentano al destinatario dei documenti di acquisirne la disponibilità su supporto duraturo*» (art. 75, comma 3, reg. n. 11522/1998).

La scelta dell'Autorità di vigilanza è stata, quindi, quella di consentire, nel processo di attuazione delle prescrizioni regolamentari in tema di offerta a distanza, un adattamento delle regole comportamentali rispetto alle peculiarità del mezzo impiegato.

Piuttosto che introdurre nuove regole comportamentali proprie alla fattispecie "offerta a distanza telematica", la Consob ha optato,

[6] Si ricorda che il Libro III riguarda la prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva.

dunque, per l'estensione delle tradizionali regole di comportamento all'ipotesi particolare di un'offerta via *Internet*[7].

Ragionare in termini di opzione risulta, però, forse inappropiato: in realtà si tratta di una scelta quasi "obbligata", in quanto il potere regolamentare in tema di offerta a distanza non può certo eccedere i limiti previsti dalla delega legislativa. Se l'offerta a distanza è concepita e disciplinata sulla base dell'assunto secondo il quale essa integra una "specie" del "genere" offerta fuori sede, la previsione di una regolamentazione che si limiti a richiamare le previsioni legali in tema di offerta fuori sede, e a introdurre regole aggiuntive con quest'ultima compatibili, non può certo stupire.

Benché particolari peculiarità permetterebbero, da un punto di vista concettuale, interventi più autonomi e radicali, tali da giustificare "tecnicamente" una deriva regolamentare rispetto alle maglie generiche della norma delegante (art. 32 TUF), l'Autorità di vigilanza del mercato finanziario ha preferito limitare il proprio intervento innovativo, riconducendo ad unità la disciplina di fattispecie che possono presentare aspetti tra loro fortemente disomogenei.

L'articolo 75, reg. n. 1522/1998, sul significato della cui previsione si é già ampiamente discusso in altra parte del presente lavoro[8], ribadisce, quindi, i generali principi della *fruibilità, veridicità* e *trasparenza* dell'informazione, che deve essere fornita all'investitore attraverso l'utilizzo di *modalità adeguate* alla tecnica di comunicazione impiegata.

È chiaro che la determinazione di quali siano le "*modalità adeguate*" dipende dalle caratteristiche e dalla particolare strutturazione dell'operazione finanziaria che si vuole porre in essere. In ogni caso, tali "modalità tecniche" debbono garantire, oltre alla *fruibilità, veridicità* e *trasparenza* dell'informazione, anche l'*immodificabilità e conservazione* della medesima, al fine di tutelare il soggetto oblato non solo in fase di scelta dell'investimento, ma

---

[7] La posizione Consob corrisponde all'orientamento maggioritario dei diversi *regulators*. La COB, con riferimento alla diffusione su *Internet* di informazioni finanziarie da parte di società i cui titoli siano ammessi alle negoziazioni su un mercato regolamentato, ha specificato, per esempio, che le regole generali, relative alla diffusione di informazioni finanziarie, si applicano anche quando il supporto utilizzato a tale scopo sia *Internet*: cfr. *Recommandation COB 3 mai 1999*, disponibile sul sito *Internet* htpp://www.cob.fr.

[8] Per ulteriori approfondimenti circa il significato della disposizione in esame, cfr. PARRELLA F., *La disciplina speciale dell'offerta a distanza di «prodotti finanziari» e di «servizi di investimento»*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2000, p. 62 ss.; VENUTI M.C., *Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Riv. europea e dir. priv.*, 2000, p. 1084 ss.

anche posteriormente ad essa, atteso che la conservazione su supporto duraturo dei documenti trasmessi consente all'investitore di *provare* le evenienze del rapporto acceso con l'intermediario finanziario e, quindi, facilita e garantisce, in ultima analisi, l'esperimento di eventuali azioni di responsabilità civile e risarcimento danni.

Per l'attività *on line* valgono, quindi, regole sostanzialmente analoghe, seppure con i necessari adattamenti, a quelle applicabili *off line*.

L'opera di adattamento delle medesime è posta interamente a carico dell'intermediario.

Quest'ultimo rappresenta, da un lato, il soggetto *attivo* del rapporto che si intende avviare e, dall'altro lato, il soggetto *passivo* destinatario della disciplina diretta a tutelare l'integrità e l'efficienza del mercato finanziario, nonché il "valore risparmio", inteso come bene avente pubblica utilità.

E di soggetto attivo si può parlare anche quando l'iniziativa dell'investimento sia assunta dal risparmiatore, nel senso che quest'ultimo possiede solo una facoltà di scelta tra più prodotti finanziari e/o servizi di investimento *proposti* sul mercato dall'intermediario.

Non sorprende, pertanto la specificazione, effettuata dalla Consob, secondo la quale «*è onere dell'intermediario che utilizza la "rete" predisporre ed attuare procedure tecniche ed operative che consentano il pieno ed effettivo rispetto della disciplina*»[9].

Le procedure tecniche ed operative implementate da ogni intermediario operante *on-line* debbono essere sostanzialmente dirette, conformemente alle previsioni generali, a:

[9] Comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000 sul trading *on line* e regole di comportamento. È *ivi* segnalata, inoltre, la necessità di osservare la disposizione di cui all'art. 56, comma 2, lett. a), reg. Consob n. 11522/1998, secondo la quale gli intermediari «si dotano di procedure idonee a ricostruire le modalità, i tempi, e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi». Il dato era già stato acquisito precedentemente: si veda, a tal proposito, la Comunicazione Consob n. DIS/99051449 dell'1 luglio 1999, ove si specifica che connesso al richiamato articolo 56 è l'onere, incombente sull'intermediario collocatore di quote di fondi comuni di investimento tramite servizio di banca telefonica, «di predisporre procedure che consentono di verificare se l'investitore sia stato sollecitato o consigliato dal personale addetto alla ricezione telefonica delle disposizioni degli investitori».

a) evitare che l'investitore subisca gli effetti negativi derivanti dal fatto che l'intermediario agisca eventualmente in conflitto di interessi[10];
b) ottenere dal cliente «informazioni necessarie» e fornire allo stesso «informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio»;
c) effettuare una valutazione dell'adeguatezza dell'operazione disposta dall'investitore.

Il rispetto di tali principi costituisce il requisito imprescindibile per una corretta applicazione dell'intera disciplina del mercato finanziario; non si può, pertanto, parlare di enunciati o corollari generali, poiché gli stessi si sostanziano in regole operative che travalicano certamente il carattere astratto dei principi di ordine generale, traducendosi in una serie di oneri che é interessante esaminare in dettaglio.

Ciò consente, infatti, di cogliere, limitatamente all'oggetto del nostro studio, l'impatto dell'utilizzo della rete in termini di effettiva possibilità di applicazione di tali regole e, quindi, di poter esprimere, in ultima analisi, un giudizio di opportunità sull'orientamento favorevole da parte dell'Autorità di vigilanza del mercato rispetto all'impiego di nuove tecnologie a rapporti contrattuali di "tipo tradizionale".

[10] In generale, è l'intero corpo delle regole di condotta poste a carico degli intermediari a risolvere e a prevenire situazioni conflittuali: si pensi ai principi di *best-execution*, di diligenza, alle regole in tema di gestione e custodia dei valori e delle somme dei clienti, ecc.

3. Il conflitto di interessi.

Il tema del conflitto di interessi[11] è stato innanzitutto affrontato, nell'ambito della disciplina del mercato mobiliare, imponendo specifici meccanismi di separazione tra le diverse attività di un intermediario polifunzionale.

Sin dalla legge 1/1991, tuttavia, sono stati introdotti ulteriori obblighi comportamentali, poiché si è ritenuto che la soluzione al problema in questione si sostanziasse, oltre che nelle regole di separazione citate, nel ricorso alla *disclosure* della situazione

---

[11] Che cosa sia un conflitto di interessi pone ancora rilevanti problemi interpretativi. In generale, il conflitto di interessi, secondo dottrina autorevole, si presenta come "un impedimento al normale svolgimento del rapporto rappresentativo" (si v., in tal senso, tra gli altri, PUGLIATTI, S., *Il conflitto d'interessi tra principale e rappresentante*, in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, p. 8 ss). Pertanto, secondo un principio di diritto comune privato, chi, per qualsivoglia ragione, ha ricevuto l'incarico di gestire un interesse altrui, e si venga a trovare nella situazione – non prevista e non prevedibile al momento dell'incarico – di avere in una determinata operazione, in proprio o per conto di altri, un interesse la cui soddisfazione potrebbe portare nocumento, o comunque interferire con la piena soddisfazione dell'interesse del soggetto fiduciante, deve sospendere la gestione dell'affare ed informare il fiduciante della situazione conflittuale, essendo quest'ultimo il solo soggetto legittimato ad assumere una decisione sull'eventuale proseguimento dell'operazione. Così, per esempio, chi ha ricevuto l'incarico di gestire un portafoglio titoli è in conflitto se si pone acquirente o venditore per i titoli della gestione. I fondamenti a tale regola sono rintracciabili, al di là della disciplina propria del diritto mobiliare, già nel c.c. :
a) l'art. 1176 c.c., sull'adempimento in generale, prescrive che il debitore, nell'adempiere l'obbligazione, debba usare la diligenza del buon padre di famiglia e, inoltre, che nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale, la diligenza debba valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata (diligenza tecnica). L'obbligo per l'intermediario/fiduciante di comunicare al cliente la sua eventuale posizione di conflitto può, quindi, ravvisarsi nell'adozione della diligenza tecnica di cui all'articolo in oggetto;
b) l'art. 1337 c.c., in tema di responsabilità precontrattuale, stabilisce che le parti, nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto, devono comportarsi secondo buona fede; viene quindi tutelato l'affidamento del cliente alla competenza, correttezza e lealtà dell'intermediario.
La buona fede deve ovviamente essere esclusa nel caso in cui l'intermediario abbia svolto un'operazione di intermediazione in titoli in conflitto di interessi con il cliente, subordinando alla propria convenienza il diritto del risparmiatore ad un investimento vantaggioso.
c) l'art. 1394 c.c., prevede espressamente che, in ipotesi di contratto concluso in conflitto d'interessi, il rappresentato ha possibilità di richiedere l'annullamento dello stesso, qualora il conflitto era conosciuto o riconoscibile dal terzo.
d) l'art. 1710 c.c. prevede un obbligo generale di diligenza del mandatario, il quale deve rendere note al mandante le circostanze sopravvenute che possano determinare la revoca o la modifica del mandato.

conflittuale, nonché nel consenso specifico del cliente all'effettuazione dell'operazione[12].

La rilevazione dei conflitti d'interessi è stata, dunque, considerata momento fondamentale per il rispetto dei vincoli fiduciari intercorrenti tra risparmiatore e intermediario, in particolare sul piano dell'attribuzione dell'onere della prova e dell'operatività delle azioni di risarcimento danni.

L'informazione del fiduciante sulla posizione di conflitto (e sul potenziale rischio[13] che ne deriva a carico della parte contrattualmente più debole), consentirebbe, infatti, un agire diligente da parte del fiduciario, in mancanza del quale la stessa esistenza del rapporto fiduciario verrebbe meno.

Il tema è ancora di grande attualità e, come ha sottolineato un illustre Autore[14], «richiede un profondo ripensamento, in modo da prospettare alla pratica quelle soluzioni che oggi esige la nuova sensibilità stimolata dall'orientamento al mercato dell'economia e dal confronto con gli ordinamenti esteri: nel mercato globale la tutela del risparmio tende all'uniformità».

Ad oggi, la regola concernente il conflitto di interessi è contenuta nell'art. 21, lett. c), TUF[15], il quale prevede che nella prestazione dei

---

[12] Per la dottrina in argomento, si v. CAVAZZUTI F., *Conflitti di interessi e informazioni asimmetriche nella intermediazione finanziaria*, in *Banca, impresa e società*, 1989, p. 357 ss.; MERANI M.C., *Il problema del conflitto di interesse nell'intermediazione mobiliare*, in AA. VV., *I valori mobiliari*, a cura di ALPA G., Padova, 1991, p. 325 ss.; CAVALLI G., *Il conflitto di interessi, introdotto dalla legge 2/1/1991, nell'attività di intermediazione mobiliare. Definizioni e possibili soluzioni*, MITO Intermediazioni, Milano, 15 maggio 1991; ASSOGESTIONI, *Legge 2 gennaio 1991, n. 1. Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari. Un commento preliminare al Titolo I*. Quaderni di documentazione e ricerca, n. 7, Roma, 1991; ANNUNZIATA F., *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, in particolare a p. 327 ss.; BESSONE M., *Servizi di investimento e disciplina del contratto. Il principio di separazione patrimoniale, « sana e prudente » gestione del portafoglio, conflitto di interessi*, in *Giurisprudenza di merito*, 2002, n. 6, IV, 1411; SARTORI F., *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Rivista di diritto civile*, 2001, n. 2, II, p.191 ss.; FICI A., *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, in *Rivista Critica del Diritto Privato*, 1997, p. 281 ss.

[13] La disciplina del conflitto di interessi mira, dunque, a cautelare il fiduciante da un rischio di danno, non a evitare il danno.

[14] VISENTINI G., *La disciplina del conflitto d'interessi nel mercato mobiliare: società azionarie, società di intermediazione mobiliare, società di gestione del risparmio*, relazione presentata al Convegno su "*La tutela dell'investitore non professionale*", Padova, 12 aprile 2002.

[15] Per quanto concerne le società di gestione del risparmio, inoltre, l'art. 40 TUF prevede che queste ultime devono «organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti».

servizi di investimento e accessori, i soggetti abilitati «*devono organizzarsi in modo da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interessi e, in situazione di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento*»[16].

A livello regolamentare, poi, l'art. 27 del reg. Consob n. 11522/1998 prevede, al suo secondo comma, che «gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivanti da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di due o più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e sulla estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione. (...)[17] [18]».

---

[16] La formulazione della norma ricalca alla lettera la previsione dell'art. 17, comma 1, lett. *a)*, del d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415, attuativo della direttiva n. 93/22/Cee sui servizi di investimento. Chiara appare, pertanto, la derivazione comunitaria. L'art. 10 della richiamata direttiva richiede, infatti, che l'impresa d'investimento «sia strutturata e organizzata in modo tale da ridurre al minimo il rischio che gli interessi dei clienti siano lesi dai conflitti di interessi tra l'impresa e i suoi clienti e tra singoli clienti». Le previsioni organizzative volte a ridurre al minimo i conflitti di interessi riguardano essenzialmente le procedure aziendali dirette a realizzare la separazione organizzativa tra le diverse attività potenzialmente in conflitto (c.d. *chinese walls:* sul punto, cfr. ANNUNZIATA F., *Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni,* in *Banca e borsa,* 1994, I, p. 634 ss.). L'art. 11 prevede, poi, che l'impresa di investimento debba «sforzarsi di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, provvedere a che i suoi clienti siano trattati in modo equo». Come regole di chiusura, quindi, la direttiva prevede il principio di equità, da intendersi come principio di correttezza che impone all'intermediario di astenersi da comportamenti che gli consentono di approfittare della sua posizione di supremazia: in tal senso, si v. ALPA G., *Commento sub art. 21,* in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria,* a cura di ALPA G. – CAPRIGLIONE F., Padova, 1998, p. 221 ss.

[17] Si tratta di una previsione che, lungi dall'individuare un tipo di rimedio che l'investitore potrà azionare contro l'intermediario, è diretta a subordinare lo svolgimento dell'attività in conflitto di interessi al consenso del cliente, il quale viene preventivamente informato in merito alla natura e all'estensione dell'interesse conflittuale nell'operazione posta in essere. Il rimedio è, infatti, affidato all'espediente civilistico dell'impugnativa contrattuale *ex* art. 1394 c.c.; mentre la Consob si è limitata a prevedere l'applicazione della regola del *disclose or abstain,* tipica del sistema anglosassone: sul punto, cfr. GALANTE A., *Il conflitto di interessi nel collocamento di strumenti finanziari,* in *Banche, promotori e Internet nell'offerta di prodotti finanziari,* a cura DI PARRELLA F. – TOFANELLI M., Milano, 2000, p. 65 ss. ed in particolare a p. 69. Per un sintetico panorama sulle diverse ipotesi di conflitto di interessi, si v. FICI A., *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari, cit.*, p. 321; LENER R., *Le società di gestione del risparmio. Prevenzione dei conflitti di interesse e tutela del cliente.*, in *Banca, impresa e società,* 1999, 3, p. 351 ss. Sulla *disclose or abstain rule,* cfr. ZADRA G., *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare,* seconda ed., a cura di MAGNONI A. – VALENTINO P., Milano, 1995, pp. 169-170.

La regola concernente il conflitto di interessi si traduce, dunque, negli obblighi di rendere trasparente la situazione conflittuale, di porre in essere la medesima solo previo consenso dell'interessato, garantendo, a parità di condizioni, un equo trattamento tra i diversi clienti.

La condizione di trasparenza non si può, però, considerare soddisfatta solo fornendo la semplice notizia circa la sussistenza del conflitto, altrimenti l'onere informativo imposto dalla norma del TUF potrebbe rivelarsi una copertura per l'intermediario.

La disciplina va, quindi, intesa nel senso che il principio di *disclosure* deve essere adeguato alle caratteristiche del cliente: ciò significa che le informazioni fornite circa la natura e l'estensione del conflitto non devono comportare, per essere comprese, un'ulteriore analisi da parte dell'investitore.

Le realtà odierna dimostra, infatti, l'insufficienza delle regole vigenti a tutelare l'investitore in relazione al problema del conflitto di interessi[19], anche perché la stessa norma, richiedendo in ipotesi di conflitto un *equo trattamento* tra una pluralità di risparmiatori, finisce con il legittimare comportamenti che non perseguono l'esclusivo interesse di un solo e specifico cliente.

Più che attraverso la *disclosure*, il problema del conflitto di interessi potrebbe, forse, essere affrontato in maniera sostanziale attraverso un'azione di vigilanza più puntuale, che miri a garantire la

---

[18] È bene chiarire che l'indicazione casistica operata a livello normativo comprende soltanto le ipotesi di conflitto che si riscontrano frequentemente nella prassi. Pertanto, l'indicazione in oggetto non costituisce un *numerus clausus*, come d'altronde dimostra lo stesso dettato normativo attraverso l'utilizzo della congiunzione "anche". Di qui l'importanza della previsione di cui al primo comma dell'art. 27, reg. Consob n. 11522/1998, secondo la quale gli intermediari autorizzati sono tenuti a vigilare per individuare l'esistenza di eventuali conflitti di interessi non "tipizzati", quali, per esempio, quelli derivanti da legami di parentela fra i soci di controllo della società emittente il prodotto finanziario oggetto di collocamento e quelli della società intermediaria.

[19] Il Presidente della Consob Prof. Luigi Spaventa, nel corso dell'audizione innanzi alla VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati del 14 febbraio 2002 (pubblicata in www.consob.it), ha preso in considerazione il caso della Enron giudicato come una «manifestazione di degenerazione patologica nel funzionamento dei mercati e dei presidi posti a tutela degli investitori» da cui traspare una «manifesta (...) inadeguatezza delle regole» e in cui concorrono «comportamenti fraudolenti, colpe gravi degli amministratori, compiacenza dei controllori». Il Prof. Spaventa nella propria relazione si è soffermato, oltreché sugli aspetti riguardanti il trattamento e la revisione contabile, anche sul ruolo ricoperto nella vicenda dagli analisti finanziari. Per ulteriori dettagli, si v. anche PLATTNER L., *Analisti finanziari e conflitto di interessi: il caso Enron*, articolo disponibile sul sito www.jus.unitn.it/cardozo/Review/2002/Enron.pdf.

serietà professionale degli intermediari nei confronti dei quali l'investitore faccia pieno affidamento.

Certo l'utilizzo di *Internet* facilita la *disclosure* della situazione conflittuale, in quanto l'informazione sull'esistenza del conflitto e la successiva autorizzazione dell'investitore possono essere fornite via *Internet*[20]: all'informazione da fornire "per iscritto" si sostituisce, quindi, l'invio di un corriere elettronico, mezzo utilizzato anche per ricevere l'eventuale autorizzazione da parte del cliente al compimento dell'operazione conflittuale[21].

Ma tale vantaggio, che rappresenta una riduzione di costi in favore dell'intermediario, nulle aggiunge su un piano di tutela effettiva dell'investitore.

Tanto più che il rispetto della prescrizione relativa alla sequenza temporale, con la quale l'informazione sulla sussistenza di una situazione conflittuale deve essere fornita, può essere fonte di ulteriori problemi.

La necessità di una **preventiva** informazione per iscritto dell'investitore circa la natura e l'estensione dell'interesse degli intermediari nell'operazione proposta, (di cui al secondo comma dell'art. 27 del reg. Consob n. 11522/1998), e di un **preventivo** consenso dell'investitore all'effettuazione della medesima operazione, implica, infatti, il rispetto di un dato ordine temporale: il "percorso informatico" deve, pertanto, essere concepito e strutturato in modo tale da assicurare la visualizzazione dell'informazione in oggetto prima che l'investitore possa rilasciare la propria eventuale autorizzazione all'effettuazione dell'operazione; inoltre, la procedura

---

[20] A tale conclusione si perviene in via di interpretazione analogica della parte finale del secondo comma dell'art. 27, Reg. Consob n. 11522/98, la quale prevede che «*ove l'operazione sia conclusa telefonicamente, l'assolvimento dei citati obblighi informativi e il rilascio della relativa autorizzazione da parte dell'investitore devono risultare da registrazione su nastro magnetico o su altro supporto equivalente*».
Pertanto, se in ipotesi di utilizzo del mezzo telefonico è consentito assolvere agli obblighi di cui sopra attraverso una semplice registrazione su nastro magnetico, analogamente deve ritenersi ammissibile informare l'investitore attraverso l'invio di una *e-mail*, o nel caso di conflitto *oggettivo* inerente allo *status* proprio del proponente l'investimento, attraverso una avvertenza generale evidenziata nel sito *Web*.

[21] Ovviamente, in tale ipotesi, sono pienamente applicabili le regole in materia di conservazione della documentazione ed, in particolare, le norme relative all'*immodificabilità* dell'*informazione* e all'*accessibilità* di detta informazione da parte dell'investitore (art. 69, reg. Consob n. 11522/1998, e art. 28, comma 5, reg. Consob n. 11522/1998).

informatica utilizzata non deve consentire in nessun caso l'impostazione per *default* dell'autorizzazione medesima[22].

L'implementazione di tali cautele operative richiede un controllo particolarmente complesso su aspetti prettamente tecnici: ciò, se da un lato estende la vigilanza Consob su fattispecie originariamente sottratte alla sua potestà regolamentare[23], dall'altro lato, si presenta di difficile attuazione in ragione della diffusione mondiale della rete, che certo non favorisce la verifica del rispetto di regole facilmente eludibili.

Pare, quindi, potersi affermare che il problema del conflitto di interessi è ancora lontano dall'essere risolto e che l'impiego di *Internet* potrebbe addirittura rendere più complessa l'opera di vigilanza a carico dell'Autorità di controllo del mercato mobiliare[24].

4. Il profilo informativo: l'informativa iniziale da fornire al cliente.

Al di là dalla sussistenza di situazioni conflittuali, il tema della trasparenza complessiva dell'operazione è uno tra quelli di maggiore rilevanza per la definizione delle regole di comportamento degli intermediari: esso è connaturato, infatti, alla stessa esistenza del mercato finanziario[25].

Già della legge 1/1991, la trasparenza è stata intesa in una duplice direzione: in primo luogo, dall'intermediario al cliente, ed in secondo luogo, dal cliente all'intermediario.

Poiché la trasparenza e l'informativa concorrono a rendere consapevoli le scelte dell'investitore, esse rappresentano il primo strumento per tutelarne gli interessi.

Pertanto, gli obblighi informativi si succedono dalla fase precontrattuale alla fase di attuazione del rapporto stesso, e sono, dunque, prescritti all'inizio, nel corso e durante lo svolgimento del rapporto tra cliente e intermediario.

---

[22] Comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000.

[23] Si pensi, per esempio, alla strutturazione di un sito *Internet*.

[24] Peraltro, i recenti interventi della nostra Suprema Corte in tema di responsabilità della Consob per omesso controllo di informazioni inveritiere (Cass. 3 marzo 2001, n. 3132), mettono in luce l'attualità del tema della responsabilità dell'organo di vigilanza, responsabilità che potrebbe rilevarsi anche in ipotesi di informazioni incomplete circa la sussistenza di una situazione conflittuale, fornite all'investitore a mezzo *Internet*.

[25] In tal senso, cfr,. ANNUNZIATA F., *Regole di comportamento degli intermediari*, *op. cit.*, p. 289.

L'art. 21, lett. *b)*, TUF prevede, infatti, che i soggetti abilitati «*devono acquisire le informazioni necessarie dai clienti ed operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati*».

Trattasi di un principio di ordine generale, che l'utilizzo di *Internet* non può certo vanificare.

A livello regolamentare, poi, l'art. 28 reg. Consob n. 11522/1998 specifica che – **nella fase che precede** la conclusione del contratto di gestione e di consulenza e la prestazione dei servizi di investimento – gli intermediari autorizzati devono: «*a)* chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio[26]. L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto (...), ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore; *b)* consegnare agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari (...)».

Ai sensi del secondo comma dell'art. 28, reg. Consob n. 11522/1998, viene sancito, inoltre, il divieto agli intermediari autorizzati di «*effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione se* ***non dopo aver fornito all'investitore informazioni*** *adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento*»[27][28].

---

[26] Tali informazioni costituiscono, senza alcun dubbio, le «informazioni necessarie» che l'intermediario è tenuto ad acquisire, ai sensi del disposto di cui alla lettera *b)* del richiamato art. 21 TUF.

[27] Il flusso informativo si chiude, infine, con l'obbligo, *ex* art. 28, commi 3 e 4, di rendere note all'investitore, prontamente e per iscritto: *a)* le perdite effettive o potenziali, generate da operazioni in strumenti derivati ed in *warrant*, pari o superiori al 50% del valore di mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni; *b)* la riduzione, a causa di perdite effettive o potenziali, del patrimonio affidato nell'ambito di una gestione, se di misura pari o superiore al 30% del controvalore totale del patrimonio a disposizione, nonché ogni ulteriore e successiva riduzione pari o superiore al 10% del suddetto controvalore. Ai sensi del 5 comma dell'art. 28, infine, l'investitore che ne faccia richiesta può accedere, dietro rimborso delle spese, ai documenti e alle registrazioni che lo riguardano, in possesso degli intermediari.

[28] Analogamente, la COB francese, con la Recommandation n° 99-02 relativa alla predisposizione di regole di condotta adattate alla specificità del mezzo *Internet*, ha ribadito l'applicazione dell'art. 33 *bis* del regolamento COB n° 89-02, così come modificato dal regolamento COB n° 98-04 (in *JO* 12 décembre 1998), con riferimento al dovere della società offerente prodotti e servizi finanziari via *Internet* di indagare sulla situazione finanziaria o patrimoniale del cliente, al fine di determinare i suoi obiettivi in termini di rischi e durata dell'investimento.

La finalità di tali obblighi, lo si ripete, è quella di proteggere l'investitore contro scelte poco avvedute, tutela resa più difficile dall'utilizzo di tecniche di comunicazione a distanza che, snaturando la relazione interpersonale tra i soggetti richiamati, consente eventualmente di porre in essere comportamenti fraudolenti, potenziando i rischi a carico degli investitori.

Poiché la conclusione di un contratto via *Internet* é caratterizzata dalla mancanza di un confronto individualizzato tra le parti, appare necessario prevedere meccanismi sostitutivi in grado di assicurare un elevata trasparenza, ai fini del rispetto del principio di buona fede contrattuale di cui all'art. 1375 c.c.[29], che interessa la conclusione di ogni negozio giuridico, e quindi anche di quello avente contenuto finanziario[30].

Anche in ambiente telematico, pertanto, l'investitore deve avere accesso ad un documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari, e ciò «**prima** dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati»[31].

Non si registrano impedimenti alla possibilità di rendere disponibile tale documento tramite *Internet*[32], in luogo della normale consegna cartacea al cliente, ma si pone, in relazione alla "rete", il problema di fornire all'investitore tale documento **prima** dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento, e dei servizi accessori a questi collegati, offerti a distanza.

---

[29] In tal senso, cfr. COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000, pp. 49 e 50. L'Autore muove dalla premessa che la specialità della disciplina dell'offerta al pubblico risparmio deriva dal «carattere standardizzato della proposta e della relativa accettazione», il quale «impedisce che l'accordo contrattuale scaturisca da un confronto individualizzato tra le parti; il rispetto del principio di buona fede nella conclusione del contratto non può essere affidato al riscontro e al contraddittorio dei contraenti, come presuppongono le norme codicistiche». Ne consegue che, nel caso di un accordo telematico, tanto meno potrà parlarsi di *confronto individualizzato tra le parti*, tanto più dovranno essere previsti meccanismi tali da garantire «un grado di trasparenza che assicuri, comunque, il rispetto del principio di buona fede...».

[30] Si tralascia in questa sede l'esame del contenuto delle informazioni preliminari da fornire in base alla direttiva comunitaria, già evidenziato nel paragrafo 6 del capitolo II.

[31] Art. 28, comma 1, lett. *b)*, reg. Consob n. 11522/1998.

[32] Comunicazione Consob n. DI/99065403 del 3 settembre 1999, in cui l'Autorità di vigilanza sostiene la piena compatibilità del mezzo *Internet*, da un lato, con la puntuale informazione dell'investitore e dall'altro lato, con l'obbligo di consegna del documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari allo stesso investitore, data la possibilità di stampa del medesimo. In verità, il discorso in oggetto è compiuto con riferimento all'obbligo di pubblicazione e consegna del prospetto informativo, e del connesso modulo di sottoscrizione, di cui all'art. 22, comma 2, reg. Consob n. 11971/1999, ma è esteso dalla Consob anche al documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari di cui all'art. 28, comma 1, lett. *b*), reg. Consob n. 11522/1998.

Come per l'ipotesi del conflitto di interessi, le possibilità tecniche, offerte dal progresso informatico, consentono di ovviare a tale inconveniente che, se non superato, comporterebbe la violazione della disciplina di cui all'art. 21 TUF[33], oltre che di quella regolamentare: basta, infatti, "disegnare" il sito *Web* in maniera tale da impedire l'accesso al modulo di sottoscrizione (o comunque in maniera tale da impedire di esprimere il proprio consenso negoziale) senza aver precedentemente "aperto" le pagine che contengono il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari[34].

In tal modo viene, infatti, rispettato il concetto di «**pregiudizialità temporale**», attraverso un'interpretazione della norma ad esso funzionale.

Certo è che, come già evidenziato relativamente al caso del conflitto di interessi, si aprono nuovi spazi al potere di vigilanza della Consob, la quale dovrà controllare le "**modalità di strutturazione**" dei siti finanziari mediante i quali si procede all'offerta di prodotti finanziari, o attraverso i quali si sollecita l'adesione ad un'operazione di appello al pubblico risparmio.

Ciò, oltre a richiedere particolari e nuove competenze e, quindi, la creazione di un ufficio ad *hoc*, sollecita anche una collaborazione tra le diverse Autorità di vigilanza del mercato finanziario, data l'assenza di confini territoriali della "rete".

Particolari controlli devono, inoltre, essere compiuti sulle procedure standardizzate allocate nel sito, attraverso le quali gli intermediari finanziari soddisfano gli ulteriori obblighi informativi previsti dalla normativa vigente, fra cui quelli relativi alle informazioni circa la natura, i rischi e le implicazioni di una data operazione[35], o ancora circa la natura del servizio di gestione prestato nel suo complesso[36], nonché agli obblighi di informativa sull'adeguatezza delle operazioni richieste dal cliente[37].

---

[33] L'art. 21, lettera *b)* TUF, come si è già altrove specificato, prescrive che nella prestazione dei servizi di investimento e accessori, i soggetti abilitati devono «acquisire le informazioni necessarie dai clienti e **operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati**». (Grassetto nostro)

[34] In ogni caso, l'intermediario deve dotarsi di procedure tecniche ed operative che gli permettano di acquisire e conservare idonea attestazione di avvenuta consegna del documento. (Comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000 sul *Trading on line* e regole di comportamento).

[35] Art. 28, comma 2, reg. Consob n. 11522/1998.

[36] Art. 37, reg. Consob n. 11522/1998.

[37] Art. 29, comma 3, reg. Consob n. 11522/1998.

La Consob ha, infatti, ammesso che le informazioni richiamate possano essere rese «*in forme e secondo modalità standardizzate mediante un sito Internet*»[38], dato il **carattere strettamente oggettivo** dell'informazione da fornire, che «*non impone all'intermediario una valutazione congiunta degli elementi oggettivi, relativi all'operazione e al servizio, e di quelli soggettivi, relativi all'investitore*».

Tale risultato non potrebbe essere raggiunto, laddove si ritenesse necessario l'intervento del promotore finanziario nella prestazione di dette informative.

La Consob lo ha escluso, argomentando che l'obbligo del promotore finanziario per l'offerta a distanza è limitato ai soli casi in cui la tecnica di comunicazione impiegata consente una comunicazione individualizzata e una interazione immediata[39]; ne deriva che la reintroduzione dell'obbligo in questione non sarebbe giustificata, stante l'espressa esclusione del medesimo in relazione al sito *Web*, qualificato come «*tecnica di comunicazione a distanza che, per le sue caratteristiche non richiede l'utilizzo del promotore*»[40].

Se tale assunto appare condivisibile, nondimeno, con riferimento al processo di standardizzazione - che interessa anche la valutazione dell'adeguatezza dell'operazione proposta rispetto al profilo finanziario proprio a ciascun investitore - va evidenziato che il risultato a cui è giunta la Consob ci sembra piuttosto il frutto di una ineliminabile caratteristica del mezzo *Internet*, più che di una scelta ponderata.

La spersonalizzazione dei rapporti contrattuali intessuti via *Internet* impone, infatti, la scelta tra due precise alternative: l'*assouplissement* delle regole da un lato, o la rinuncia, parziale o totale, all'utilizzo del mezzo informatico, dall'altro lato.

É chiaro che l'Autorità di vigilanza, come del resto avviene a livello mondiale, é in un certo senso "costretta" ad accettare quello che si potrebbe definire come un "compromesso", vale a dire l'applicazione di procedure standardizzate ed omogenee e, quindi, di comportamenti sostanzialmente standardizzati che, da un punto di vista logico, mal si conciliano con l'esigenza di tutela, anche solo informativa, dell'investitore.

---

[38] Comunicazione Consob n. DI/99091709 del 15 dicembre 1999.

[39] Art. 76, comma 1, reg. Consob n. 11522/1998.

[40] Comunicazione Consob n. DI/99091709 del 15 dicembre 1999, che riporta le conclusioni cui la Commissione era pervenuta precedentemente con la comunicazione n. DI/99052838 del 7 luglio 1999.

La propensione al rischio di quest'ultimo soggetto e la sua personale situazione finanziaria vengono, in tale ottica, degradati a meri dati oggettivi; per le diverse e svariate domande di investimento esisterebbero, quindi, risposte adeguate, elaborate a partire da precisi studi di mercato.

Senza nulla togliere alla scienza statistica, non si può certo negare che il carattere probabilistico della stessa non garantisce la "certezza del risultato", per cui la tutela dell'investitore, che si vorrebbe garantire attraverso l'utilizzo di procedure standardizzate, è resa incerta dallo stesso strumento – la standardizzazione appunto - designato come idoneo al perseguimento del fine in oggetto.

Si è, quindi, in presenza di un "inganno intellettuale" che trova la propria ragion d'essere nella volontà di consentire lo sviluppo della rete, anche se ciò dovesse comportare qualche minaccia aggiuntiva alla tutela del risparmio.

D'altro canto, però, la "rete" rappresenta anche un'opportunità di sviluppo dello stesso risparmio e, di conseguenza, di potenziamento ed ampliamento dei mercati finanziari.

Per il momento, la volontà politico – legislativa sembra piuttosto propendere, in linea con le tendenze sociologiche ed economiche, per un sempre più massiccio utilizzo delle nuove tecnologie, nella convinzione che le medesime saranno in grado di potenziare i mercati finanziari, accrescendone la concorrenza a livello internazionale.

Una maggiore competitività globale, oltre che assicurare un livello ottimale di efficienza economica, sarebbe da sola in grado di arginare le possibilità di frodi finanziarie in virtù di un meccanismo di "eliminazione" dal mercato degli operatori marginali o di quegli operatori che, attraverso la loro attitudine ed il non rispetto delle regole poste a presidio della tutela del risparmio e dell'integrità del mercato, avranno svalutato il loro capitale reputazionale.

Il ragionamento, benché parzialmente condivisibile, sembra non tenere conto dell'esistenza di "**asimmetrie informative**", che l'utilizzo di *Internet* potrebbe addirittura aggravare.

La **ridondanza** e l'incertezza circa la veridicità di informazioni finanziarie presenti in rete potrebbero in effetti rendere problematico il processo di selezione da parte dell'investitore dell'investimento adeguato al proprio profilo di propensione al rischio, e delle informazioni all'uopo necessarie[41].

[41] Il tema della diffusione di informazioni finanziare in rete è stato oggetto di particolare attenzione da parte della COB. Anche se esso non interessa le modalità proprie ad ogni transazione finanziaria, è indubbio che i dati presenti in rete influenzano e condizionano

Ciò significa che la presunta *disclosure*, che si vorrebbe garantire, potrebbe risultare vanificata dalle caratteristiche di un mezzo che si presta a "contenere" un numero illimitato di informazioni tra loro a volte contrastanti, e che possono dar luogo ad una sorta di **"confusione selettiva"**.

La persistenza o addirittura l'aumento di asimmetrie informative renderebbero opaco il processo di **"selezione naturale"** degli operatori economici, e di un loro eventuale *squeeze-out* dal mercato.

Ma, a ben vedere, lasciare aperta la porta del "virtuale" non comporta né la certezza di un potenziamento del mercato finanziario né, tanto meno, la certezza di una accresciuta degradazione dello stesso: come ogni previsione, appare, infatti, estremamente azzardato delineare il possibile scenario che si presenterà in futuro.

Ciò non toglie, tuttavia, che debba essere condotto uno studio approfondito sulle possibili "deviazioni" che l'utilizzo di *Internet* potrebbe ingenerare nell'ambito dell'universo finanziario.

---

fortemente il mercato. Ecco perché la COB raccomanda che l'informazione fornita tramite sito sia datata, completa e contenga la fonte dalla quale proviene (cfr. Recommandation COB del 3 mai 1999, disponibile sul sito htpp://www.cob.fr). Nella stessa ottica, la COB ha emanato la Recommandation n° 2000-02 sul tema della *Diffusion d'informations financières sur le forum de discussion et les sites Internet dédiés à l'information ou au conseil financier* (disponibile sul sito htpp://www.cob.fr). Sono soprattutto le informazioni fornite nell'ambito di tale attività che preoccupano la *Commission des opérations de bourse*: essa, infatti, mette in guardia l'investitore rispetto alle informazione diffuse sui *forums* che, non presentando alcun carattere ufficiale, potrebbero essere inesatte e dirette a destabilizzare una particolare impresa commerciale. L'impiego di *Internet*, in effetti, decuplica le conseguenze nefaste di tali manovre e non rappresenta un'ipotesi del tutto teorica: si pensi, per esempio, al caso della società Belvédère SA, fabbricante francese di vodka, attaccata attraverso la diffusione tramite sito di informazioni non veritiere da parte della società americana Millenium, vecchio distributore con il quale essa aveva rapporti litigiosi a partire dal 1996. Nel 1998, i corsi dell'azione di Belvédère SA sono scesi in maniera spettacolare in seguito alla diffusione di informazioni denigranti da parte della società Millenium: ció ha spinto la COB ad interessarsi del caso. Essa, dopo aver constatato la mancanza di precisione, esattezza e sincerità delle informazioni diffuse dal sito di Millenium, ha trasmesso il dossier al procuratore della Repubblica presso il Tribunal de Grande Istance di Parigi, dove l'affare è ancora in corso. (Per ulteriori specificazioni su tale caso, si v. ROZENFELD S., *Premier procès de la désinformation via Internet*, in *Expertises*, octobre 2000, p. 283).

5. L'acquisto delle informazioni dai clienti e la valutazione dell'adeguatezza.

Le considerazioni svolte in ordine all'informativa precontrattuale iniziale da fornire al cliente conservano la loro validità anche con riferimento alle "informazioni necessarie"[42] da acquisire dal cliente in fase di avvio del rapporto negoziale.

La conoscenza del cliente permette un'accresciuta trasparenza dei rapporti intrattenuti con l'intermediario ed è, inoltre, funzionale all'obbligo, vertente in capo allo stesso intermediario finanziario, di parametrare le operazioni sulla situazione economico-finanziaria dell'investitore.

Gli intermediari autorizzati sono tenuti, infatti, ai sensi dell'art. 29, comma 1, reg. Consob n. 11522/1998, innanzitutto ad astenersi *«dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione»*.

In secondo luogo, devono essere comunicate all'investitore le ragioni per le quali non è opportuno procedere all'esecuzione dell'operazione (art. 29, comma 3, reg. Consob n. 11522/1998).

Solo sulla base di un ordine impartito dall'investitore per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, gli intermediari possono dar corso all'operazione "inadeguata", semprechè l'ordine del cliente contenga esplicito riferimento alle avvertenze ricevute dagli stessi intermediari sull'inopportunità di procedere a quella data operazione.

La regola di comportamento di cui trattasi presenta forte affinità con la *«know your customer rule»*[43] prevista dal sistema inglese[44], e

---

[42] Art. 21, comma 1, lett. *b)*, TUF.

[43] Nel senso che l'art. 21, comma 1, lett. *b)* TUF, pone il principio della regola inglese ben sintetizzata nella formulazione di *know your customer*, cfr. Cass., 14 novembre 1997, n. 11279, in *Foro it.*, 1998, I, 3292, con nota di CATALANO G., *L'utilità di una sentenza «anacronistica»: gli «swaps» in Corte di Cassazione.* L'art. 21 TUF riprende la regola di cui all'art. 17, comma 1, lett. *b)*, D. lgs. 23 luglio 1998, n. 415, che a sua volta aveva traslato la disposizione di cui all'art. 6 della legge n. 1/1991: per la giurisprudenza formatasi su quest'ultima norma, cfr. App. Milano 19 giugno 1999, n. 1735 (conferma Trib. Milano 12 dicembre 1996/20 febbraio 1997); App. Milano 13 aprile 1999, n. 855; App. Milano 26 gennaio 1999, n. 204; Trib. Milano 20 febbraio 1997, n. 1888. Per la dottrina concernente l'art. 21 TUF, cfr., per tutti, RABITTI BEDOGNI C., *Commento all'art. 21, comma 1, lettere a e b, criteri generali*, in *Testo Unico della intermediazione finanziaria, Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998*, a cura della stessa, Milano, 1998.

[44] La regola nel sistema inglese è formulata facendo divieto all'intermediario di operare per conto di, o con un altro soggetto, senza aver posto in essere tutto quanto ritenuto ragionevolmente necessario per informarsi adeguatamente sulla situazione personale e sulla situazione finanziaria dell'investitore; le informazioni da acquisire sono limitate a quelle

mira a rafforzare gli obblighi di collaborazione degli intermediari, i quali trovano piena espressione nella formulazione della *suitability rule*[45].

Poiché le modalità di adempimento dell'obbligo di 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*»[46] sono rimesse alla prudenza dei singoli intermediari finanziari[47], deve senz'altro considerarsi ammissibile l'utilizzo di tecniche *on line* di acquisto di informazioni dal cliente[48].

---

rilevanti al fine di consentire all'intermediario la scelta e la valutazione di un investimento adeguato al profilo del cliente, ma non viene puntualizzato in concreto di che informazioni si tratti: un intermediario può utilizzare a tal fine un processo adatto al mercato nel quale si trova ad operare. Il processo è spesso descritto come "*fact-finding*" e il documento che raccoglie le informazioni è conosciuto sotto la denominazione di "*fact-find*". (Si v. *Rule* 5.2, FSA *Handbook*, Release 018, Aprile 2003, disponibile sul sito www.fsa.gov.uk ed *ivi* la *Guidance on the collection of personal and financial information about a private customer*). Viene, inoltre, stabilito che l'intermediario non ha l'obbligo di raccogliere le informazioni in oggetto qualora il cliente si sia rifiutato di rispondere alle richieste effettuate dall'intermediario; egli, tuttavia, non è esentato dall'applicazione della *know your customer rule*, ma deve effettuare le proprie valutazioni in base ai dati già conosciuti.

[45] La *suitability rule*, introdotta per la prima volta nell'ordinamento inglese in concomitanza con l'avvio del dibattito che avrebbe dato vita al *Financial Services Act*, impone all'intermediario di accertarsi che le operazioni eseguite o consigliate siano adatte alle caratteristiche personali e finanziarie del cliente: si veda, attualmente, la *Rule* 5.3., FSA *Handbook*, Release 018, Aprile 2003, secondo la quale «The nature of the steps *firms* need to take will vary greatly, depending on the needs and priorities of the *private customer*, the type of *investment* or service being offered, and the nature of the relationship between the *firm* and the *private customer* and, in particular, whether the *firm* is giving a personal *recommendation* or acting as a discretionary *investment manager*». In particolare: «(1) A *firm* must take reasonable steeps to ensure that it does not in the course of *designated investment business* (...) unless the recommendation or transaction is suitable for the *private customer* having regard to the facts disclosed by him and other relevant facts about the *private customer* of which the *firm* is, or reasonably should be, aware. (2) A firm which acts as an *investment manager* for a *private customer* must take reasonable steps to ensure that the *private's customer* portfolio or account remains suitable, having regard to the facts disclosed by the *private customer* and other relevant facts about the *private customer* of which the *firm* is, or reasonably should be, aware (...)». La regola in oggetto era già nota da tempo all'esperienza statunitense: sul punto, si v. SCHERER S.W., *The Stockbrokers' Duty of Care in the U.S. and U.K. The Need for a Suitability Doctrine*, in «The Company Lawyer», 1985, p. 3 ss. Nell'ordinamento francese, si parla di *obligation de conseil* (art. 33 *bis* del Règlement COB n° 89-02, così come modificato dal regolamento COB n° 98-04, in *JO* 12 décembre 1998). Tale obbligazione è a carico dell'offerente e può, senza dubbio, costituire il fondamento di un'azione in giustizia da parte di un investitore.

[46] Art. 28, comma 1, lett. *a)*, reg. Consob n. 11522/1998.

[47] La normativa vigente, infatti, non impone specifiche procedure o modalità di acquisizione delle informazioni in oggetto.

[48] In ogni caso, le tecniche utilizzate devono garantire «la rispondenza delle procedure ai criteri di cui all'art. 21, co. 1, lettera d, del decreto legislativo n. 58/1998 e all'art. 56, co. 2,

Tali informazioni, come si è già detto, sono funzionali alla valutazione dell'adeguatezza dell'operazione richiesta rispetto al profilo dell'investitore[49], e ciò anche quando il servizio sia prestato attraverso la "rete"[50].

In tal caso, l'intermediario è tenuto a predisporre «*procedure predefinite, che tengano conto delle caratteristiche oggettive dell'operazione in rapporto al profilo soggettivo del cliente*[51]».

Si tratta di valutazioni estremamente complesse che, combinando considerazioni di ordine oggettivo a propensioni e caratteristiche di natura prevalentemente soggettiva, richiedono l'applicazione di «procedure predefinite e omogenee»[52], onde consentire un giudizio tecnicamente completo e neutro rispetto all'interesse dello stesso intermediario.

Nell'ipotesi di offerta di strumenti finanziari tramite sito si può, dunque, immaginare la predisposizione di procedure standardizzate che forniscano la valutazione *de qua* in modalità interattiva con il cliente[53].

---

del regolamento Consob n. 11522/1998»: in tal senso, Comunicazione Consob n. DI/99065403 del 3 settembre 1999. I criteri richiamati sono quelli relativi allo svolgimento dei servizi attraverso la disposizione di risorse e procedure che ne garantiscano l'efficienza (art. 21, co. 1, lettera d, TUF), mediante l'impiego di procedure idonee a: «*a)* assicurare l'ordinata e corretta prestazione dei servizi; *b)* ricostruire le modalità, i tempi e le caratteristiche dei comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi; *c)* assicurare un'adeguata vigilanza interna sulle attività svolte dal personale addetto e dai promotori finanziari». (Art. 56, comma 2, reg. Consob n. 11522/1998).

[49] Art. 29, reg. Consob n. 11522/1998. Per la dottrina concernente la regola che impone agli intermediari di operare nella maniera più adeguata in relazione alle specifiche esigenze del cliente, cfr. ANNUNZIATA F., *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, p. 340 ss.; LENER R., *Forma contrattuale e tutela del contraente non qualificato nel mercato finanziario*, Milano, 1996, p. 186 ss.; LOSS L., *Fundamentals of Securities Regulation*, Little, Brown and Company, Boston, Toronto, 1987, 2, p. 831 ss.; COX J.D. - WILLIAMS R.H. – LANGEVOORT D.C., *Securities Regulation. Cases and Materials*, Little, Brown and Company, Boston, Toronto, London 1991 (1995), p. 1219 ss.; PAGE A.C. – FERGUSON R.B., *Investor protection*, Weidenfeld and Nicolson, London, 1998, p. 272 ss.

[50] Comunicazioni Consob n. DI/98063298 del 30 luglio 1998 sulla ricezione di ordini di negoziazione di strumenti finanziari via *Internet*, e n. DI/99091709 del 15 dicembre 1999 sulla promozione e collocamento a distanza mediante *Internet*.

[51] Comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000 sul *trading on line* e regole di comportamento.

[52] In tal senso, cfr. Comunicazione n. DI/99091709 del 15 dicembre 1999.

[53] Si pensi, per esempio, alla raccolta di dati attraverso questionari, e alla conseguente ripartizione dei singoli investitori per classi omogenee di rischio. Per ogni classe, poi, vengono individuate le operazioni incompatibili o non adeguate. Al momento della ricezione dell'ordine da parte dell'investitore, il "sistema" verifica automaticamente la compatibilità o meno dell'operazione in base ai dati raccolti e suddivisi per classi.

Sugli inconvenienti di tale standardizzazione, le considerazioni effettuate al paragrafo che precede conservano integralmente la loro validità.

Qualora l'investitore non collabori o rifiuti di fornire all'intermediario finanziario le informazioni necessarie[54], l'obbligo di cui si discute non viene meno ed, in tal caso «*la valutazione andrà condotta in ossequio ai principi generali di correttezza, diligenza e trasparenza, tenendo conto di tutte le notizie di cui l'intermediario sia in possesso (es.: età, professione, presumibile propensione al rischio alla luce anche della pregressa ed abituale operatività; situazione del mercato)*»[55].

Come per il conflitto di interessi, anche nel caso di un'operazione non adeguata al profilo del cliente, l'intermediario può evadere il proprio obbligo informativo, circa la sussistenza e le ragioni dell'inadeguatezza, via *Internet*.

---

[54] Ai sensi della seconda parte della lettera *a)* dell'art. 28, reg. Consob n. 11522/1998, «l'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo articolo 30 [redatto per iscritto], ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore». Non sembrerebbero ammettersi, quindi, forme alternative a quella scritta di espressione dell'eventuale rifiuto. Tale disposizione, tuttavia, è in netto contrasto con la sentenza della Cassazione, 14 novembre 1997, n. 11279, la quale, accogliendo il ricorso dell'intermediario, ha stabilito che la libertà di forma delle informazioni «è coerente con la *ratio* e la lettera della disposizione». Non vi è alcuna necessità, sempre ad avviso del Supremo Collegio, che l'informazione sia «consacrata in un documento compilato dal cliente stesso», poiché questo costituisce «garanzia di intuitiva necessità quando il documento deve assumere ruolo di prova della informazione in favore di chi lo riceve». Tanto più, aggiunge la Corte, che il giudice può raggiungere la prova che l'intermediario abbia acquisito le informazioni «anche avvalendosi delle presunzioni»: perché mai, allora, sarebbe necessaria la dichiarazione scritta dell'investitore specificamente per il rifiuto?
In ogni caso, al fine di garantire effettività alla funzione di garanzia insita nell'obbligo di valersi della forma scritta, la Commissione ha raccomandato agli intermediari di «non sollecitare in alcun modo il rifiuto dell'investitore di fornire le informazioni richieste; il principio, di rilievo generale, assume particolare importanza nel caso del *trading on line*, in considerazione delle aggressive strategie operative *intraday* che lo stesso può sottendere». Sul tema dell'induzione alla transazione, la Consob ha evidenziato, inoltre, il rischio per l'investitore, in considerazione della possibilità di interagire con l'intermediario *on line* con modalità estremamente rapide e disponibili in ogni momento della giornata, di moltiplicare le transazioni «*operando in una prospettiva intraday*». (Comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000). L'Autorità di vigilanza ha imposto, poi, agli intermediari di segnalare ed illustrare i rischi insiti nelle potenzialità offerte dal *trading on line*: tale dato informativo ci lascia perplessi, poiché l'investitore si avvale del *trading on line* proprio per poter disporre delle tecniche richiamate; in sostanza il cliente è già cosciente delle particolari modalità di esecuzione del contratto, anzi sono proprio le particolari modalità del *trading on line* che lo spingono ad operare attraverso la "rete". La Consob sembra richiedere, quindi, un obbligo di informativa avente ad oggetto un dato che è da presumere già noto all'investitore.

[55] Comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000.

Anche il successivo ed eventuale ordine dell'investitore, che autorizza l'esecuzione dell'operazione inadeguata[56], può essere fornito attraverso la rete[57].

Nulla osta, infatti, a che, analogamente al caso degli ordini impartiti telefonicamente, l'autorizzazione all'esecuzione dell'operazione inadeguata possa essere comunicata via *Internet*, purché venga assicurato il rispetto, come nel caso del conflitto di interessi, del principio di "**pregiudizialità temporale**": la scansione dell'attività posta in essere, cioè, deve essere tale da consentire, attraverso un chiaro "percorso informatico", la visualizzazione delle avvertenze dell'intermediario circa l'inadeguatezza dell'operazione prima che l'ordine possa essere impartito dal cliente.

Inoltre, l'intermediario è tenuto alla conservazione di tale documentazione elettronica, garantendone, come nel caso degli ordini telefonici, *l'immodificabilità*[58] e l'*accessibilità* da parte dell'investitore[59].

È, in ogni caso, escluso che l'intermediario possa impostare per *default* l'opzione di conferma[60].

---

[56] Affinché l'operazione inadeguata venga posta in essere dall'intermediario, il cliente deve comunicare che egli «intende comunque dare corso all'operazione». (Art. 29, comma 3, reg. Consob n. 11522/1998).

[57] A tale risultato si arriva, come nel caso della situazione inerente ad un conflitto di interessi, attraverso un'interpretazione analogica della norma secondo la quale l'ordine deve essere «*impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente in cui sia stato fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute*» (Art. 29, comma 3, reg. Consob n. 11522/1998).

[58] Art. 69, reg. Consob n. 11522/1998.

[59] Art. 28, comma 5, reg. Consob n. 11522/1998.

[60] Comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000.

6. Il servizio di negoziazione per conto terzi e quello di ricezione e trasmissione di ordini.

Particolare attenzione è stata prestata dalla Consob alla fase di esecuzione *on line* dei servizi di investimento che, sebbene non rientrante specificamente nell'oggetto di analisi del nostro tema[61], presenta con esso una stretta connessione, tale da rendere opportuna la trattazione, per ragioni di completezza, del tema relativo alle negoziazioni di strumenti finanziari attuate attraverso l'utilizzo delle reti telematiche[62].

Attualmente, infatti, alcun *broker* si accontenta di fornire un semplice servizio di ricezione e trasmissione di ordini via *Internet* senza affiancarlo con altre prestazioni: la tendenza generale, registrata sul mercato, è quella di una specializzazione nella ricezione/trasmissione degli ordini per via elettronica all'inizio dell'attività per, in seguito, evolvere verso una diversificazione dell'attività prestata mediante la fornitura di un servizio globale[63]. L'intervento in tale settore da parte della Consob è giustificato dal fatto che gli investitori sono spinti, grazie all'estrema rapidità e facilità di utilizzazione del mezzo telematico, a moltiplicare i loro

[61] Il servizio di *trading on line* non rappresenta, infatti, un'ipotesi di promozione e collocamento a distanza di prodotti finanziari e di servizi di investimento, ma una modalità di prestazione del servizio di negoziazione, nonché di ricezione e trasmissione degli ordini. Come esplicitato dalla Consob con comunicazione n. DI/98063298 del 30 luglio 1998, l'impiego di *Internet* e della posta elettronica, in questo caso, si realizza nell'ambito di un rapporto negoziale già concluso con l'investitore. La tecnica di comunicazione a distanza viene, in tale ipotesi, sfruttata non al fine di promuovere e collocare il servizio presso il pubblico, ma come modalità di trasmissione degli ordini e, più in generale, delle comunicazioni tra l'intermediario e l'investitore, poiché il sito non fornisce alcuno strumento, neppure indiretto, per l'accensione di rapporti contrattuali.

[62] Comunicazione Consob n. DI/98063298 del 30 luglio 1998 (in *Bollettino Consob* n. 7/1998, p. 142). Tale comunicazione aveva ad oggetto l'analisi di un sistema che forniva la possibilità ai clienti di una banca di impartire ordini tramite *Internet* avvalendosi di un software che consentiva: a) l'interfaccia con la procedura di inserimento degli ordini nel Mercato Telematico Azionario e nel Mercato Ristretto; b) l'identificazione del cliente tramite codice utente, P.I.N. e password; c) la crittografia dei dati trasmessi tramite *Internet;* d) la registrazione di tutta l'operatività del cliente. A livello europeo, si segnala lo studio puntuale effettuato dalla COB intitolato *Les courtiers en ligne* (*in Bulletin Mensuel COB* n° 348 juillet-août 2000, p. 13 ss). Con il termine di *courtier* si intende, ai sensi dell'art. 2-1-4 del Règlement général du Conseil des marchés financiers, «*un prestataire habilité à exercer une activité d'exécution d'ordres pour compte de tiers en vue de réaliser une transaction sur instruments financiers*».

[63] Per avere una percezione più puntuale di tale fenomeno, si v. lo studio della COB, *Les courtiers en ligne, op. cit.*, p. 18 ss.

ordini e ad agire in una prospettiva *intra-day*, accrescendo, in tal modo, il rischio di subire perdite rilevanti [64] [65].

L'analisi delle regole proprie al *trading on line*, dunque, assume una certa rilevanza, tale da suggerirne una breve esposizione.

Il principio di priorità nell'esecuzione delle operazioni assegna rilievo all'elemento temporale[66] e, più precisamente, al susseguirsi cronologico degli ordini: da ciò l'esigenza di verificare la compatibilità della ricezione degli ordini tramite la rete *Internet* con gli obblighi di attestazione dei medesimi[67], sia con riferimento all'obbligo di rilascio all'investitore dell'attestazione cartacea[68], sia in relazione a quello ulteriore di registrare su nastro magnetico o su altro supporto equivalente gli ordini impartiti telefonicamente dagli investitori[69].

---

[64] Tale comportamento corrisponde ad un adagio ben conosciuto dal mondo finanziario, chiamato rischio morale: un progresso tecnico comporta sempre una crescita dei comportamenti a rischio, poiché alcuni operatori hanno il sentimento, a causa dell'assunzione di un rischio elevato, di possedere un più ampio margine di manovra e di poter sfruttare, inoltre, l'effetto leva. Nel caso di *Internet*, poi, la possibilità di moltiplicare a costo ridotto le transazioni induce l'investitore ad agire allo scoperto, assumendo dei rischi sproporzionati rispetto alla sua reale liquidità, che si ripercuoterebbero sulla liquidità complessiva del mercato. Per tale ragione, il CMF francese ha adottato la decisione generale (DG) n° 99-07 relativa alle «prescriptions et recommandations pour le prestataires de services d'investissement offrant un service de réception-trasmission d'ordres de bourse comportant une réception d'ordres via Internet» (in *Bulletin Joly Bourse et produits financiers* 1999, p. 618), la quale prescrive, *ex* art. 10, il blocco dell'ordine impartito dall'investitore nel caso in cui trattasi di un ordine senza provvisione. La copertura dell'ordine, pertanto, diventa condizione di formazione dell'ordine medesimo, e l'intermediario è tenuto a verificare tale circostanza indipendentemente dal fatto che egli tenga o meno il conto titoli dell'investitore che ha impartito l'ordine via *Internet*. Questa disposizione rischia di costituire un vero e proprio freno allo sviluppo dell'intermediazione *on line*, soprattutto se si considera che gli ordini impartiti telefonicamente non richiedono la condizione preliminare della loro copertura. Per un'esame approfondito su tale tema, si v. RUET L., *La passation des ordres de bourse* via *Internet*, in *Rev. Droit banquier et financier*, n° 3, mai/juin 2000, p. 194 ss.

[65] Negli Stati Uniti, per esempio, più del 70% dei *day traders* subiscono forti perdite. Su tale dato, cfr. le diverse fonti, quali Piper Jaffay IDC, EIJO, AFP Sofres, Nasaa, MVVA, settembre 1999.

[66] Ovviamente, l'esecuzione degli ordini non avviene in tempo reale, ma con un certo sfasamento in funzione dell'orario di apertura delle piazze finanziarie, della strutturazione del sito e dell'intervento di eventuali ed ulteriori intermediari nel ciclo di trasmissione dell'ordine. Sul punto, si v. il rapporto effettuato dalla Us Security and Exchange Commission dal titolo «*On line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace*» e pubblicato nel mese di novembre 1999.

[67] Art. 60 reg. Consob n. 11522/1998.

[68] L'attestazione, ai sensi dell'art. 60, comma 1, reg. Consob n. 11522/1998, deve contenere la specificazione del nome dell'investitore, l'orario e la data di ricevimento dell'ordine, nonché gli elementi essenziali dell'ordine medesimo ed eventuali istruzioni accessorie.

[69] Art. 60, comma 2, reg. Consob n. 11522/1998.

Poiché l'art. 60 del regolamento Consob n. 11522/1998 non prevede espressamente il caso degli ordini impartiti via *Internet*[70], è necessario ricorrere, anche per tale fattispecie, all'interpretazione analogica della norma che impone di «registrare su nastro magnetico o su altro supporto equivalente gli ordini impartiti telefonicamente dagli investitori»[71].

La Commissione, rilevata la compatibilità di *Internet* rispetto all'obbligo in oggetto[72], richiede che le modalità tecniche utilizzate «consentano di acquisire la disponibilità dell'attestazione su supporto duraturo»[73].

Sempre rispettando tale regola[74], anche gli obblighi di invio della nota informativa di eseguito[75] e della rendicontazione periodica[76] possono essere adempiuti via *Internet*, in virtù della già ricordata discrezionalità tecnica organizzativa e procedurale riconosciuta agli intermediari.

Viene, inoltre, imposto a questi ultimi di «*dotarsi di sistemi informativi adeguati a garantire, tenuto conto dei volumi delle transazioni disposte, il rispetto dell'obbligo di eseguire con tempestività gli ordini impartiti dagli investitori*»[77], nonché di predisporre adeguate procedure per far fronte all'eventualità di eventuali «*cadute*», anche temporanee, del sistema automatizzato[78] [79].

---

[70] L'articolo in esame si limita, infatti, a disciplinare il caso del ricevimento degli ordini presso la sede legale o le dipendenza dell'intermediario autorizzato.

[71] Art. 60, comma 2, reg. Consob n. 11522/1998.

[72] Ad avviso della Consob, infatti, «*l'utilizzo della rete Internet rende tecnicamente possibile la trasmissione al cliente, all'atto del ricevimento dell'ordine, di un'attestazione completa di tutti gli elementi richiesti dall'art. 60 del regolamento Consob n. 11522/1998*».

[73] Comunicazione Consob n. DI/98063298 del 30 luglio 1998.

[74] Si tratta della più volte richiamata regola di cui all'art. 75, comma 3, reg. Consob n. 11522/1998, secondo la quale «i documenti dei quali il Libro III prevede la consegna agli investitori o il rilascio da parte di questi ultimi possono essere trasmessi anche mediante utilizzo di tecniche di comunicazione a distanza, purché le caratteristiche di queste ultime siano con ciò compatibili e consentano al destinatario dei documenti di acquisirne la disponibilità su supporto duraturo». (Grassetto nostro). La comunicazione n. DI/99065403 del 3 settembre 1999 aggiunge a tale requisito «l'idoneità del mezzo impiegato a garantire la riservatezza delle comunicazioni».

[75] Art. 61 reg. Consob n. 11522/1998.

[76] Art. 62 reg. Consob n. 11522/1998.

[77] Art. 26, comma 1, lett. *d)*, reg. Consob n. 11522/1998.

[78] Si veda la già citata comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000. Le regole *ivi* richiamate consentono il rispetto degli obblighi posti a carico degli intermediari dall'art. 26, comma 1, lett. *d)*, reg. Consob n. 11522/1998 e dall'art. 21, comma 1, lett. *d)*, TUF, con riferimento alla predisposizione da parte degli intermediari autorizzati di risorse e procedure idonee ad eseguire con tempestività le disposizioni impartite dagli investitori e ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi di investimento. La Consob ritiene opportuna, a tal fine, la conclusione di accordi con ISP (*Internet Service Provider)* e con gli

Per ora, a livello nazionale, non si può parlare ancora di veri e propri *Electronic Communication Networks* o *Alternative Trading System*, ma è chiaro che l'attività di *trading on line* può evolvere verso l'implementazione di tali piattaforme negoziali, così come avviene per certi *brokers* americani[80].

Tanto più che il progetto di riforma della Direttiva n° 93/22 sui servizi di investimento[81], se adottato[82], comporterà l'eliminazione del principio di concentrazione degli ordini in seno ai mercati regolamentati: ciò darà un impulso ulteriore allo sviluppo di ATS, il cui esercizio, integrando un nuovo servizio di investimento, sarà sottoposto, come tale, ad un controllo volto a garantire l'organizzazione equa, ordinata e trasparente del processo di evasione degli ordini[83].

7. Conclusioni.

Dall'esame delle disposizioni relative alla regole di comportamento, cui sono tenuti gli intermediari autorizzati nello svolgimento dei servizi di investimento, emerge una netta prevalenza,

---

altri soggetti coinvolti a vario titolo nella gestione del sistema informatico, al fine di garantire «funzionalità efficiente al servizio prestato».

[79] Per far fronte a temporanei arresti del sistema, gli intermediari hanno l'obbligo di procurarsi «adeguate procedure e risorse (...) dotandosi di strumenti alternativi, efficienti e strutturati, che consentano al cliente di proseguire l'operatività». (Comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000). Una misura opportuna è, per esempio, quella di informare il cliente sulla operatività del sistema in ogni momento, dotandosi di un *call center*, in modo da rendere note all'investitore le interruzioni temporanee legate a sovraccarichi di rete o a problemi di connessione. (In tal senso, si v. Comunicazione Consob n. DIN/88014 del 24 novembre 2000). Per la Francia cfr., in senso analogo, l'art. 13 della decisione n° 99-07 del Conseil des marches financiers relativa «*aux prescription et recommandations pour les prestataires de services d'investissement offrant un service de réception-trasmission ou d'exécution d'ordres de bourse comportant une réception des ordres* via *Internet* », cit., p. 618.

[80] Cfr. COB, *Les ECNs face au Nasdaq et au Nyse: un état des lieux*, in *Bulletin mensuel COB* n° 340, novembre 1999.

[81] Tale progetto è stato adottato dal Collegio dei Commissari Europei il 19 novembre 2002. Esso riposa essenzialmente sulla volontà di favorire la concorrenza tra i differenti modi di negoziazione. Per evitare un rischio di frammentazione del mercato, il progetto di riforma prescrive una serie di regole volte a garantire, attraverso un'ampia informazione pre e post-transazione, la coerenza dei prezzi che si formano nelle differenti strutture di negoziazione.

[82] Tale progetto dovrebbe essere adottato prima del secondo trimestre del 2004 ed entrare in vigore nel 2006 circa. Su tale punto, si v. TRICOU J., *Une directive ambitieuse*, in *Banque magazine*, n° 644, p. 20 ss.

[83] Per maggiori approfondimenti, si rinvia a GOUTAY P., *La fin du principe de concentration des ordres*, in *Banque magazine*, n° 644, février 2003, p. 28 ss.

a livello interpretativo, in favore del formalismo, soprattutto con riferimento alle norme relative alla regola del *konw your customer*.

Tale constatazione risulta rinforzata dall'analisi delle soluzioni suggerite dalla Consob ed, inoltre, dall'esame della varie norme regolamentari di dettaglio che fanno esplicito riferimento all'impiego del mezzo *Internet* nella fattispecie dell'offerta a distanza, o la cui applicazione può, comunque, esservi estesa, in via di interpretazione analogica.

Non può, quindi, che segnalarsi una certa incoerenza interpretativa e di sistema:

a) non vi è, per esempio, necessità di ottenere per iscritto le informazioni sulla situazione finanziaria dell'investitore, ma l'eventuale rifiuto di fornirle deve, in ogni caso, risultare per iscritto;

b) le informazioni possono essere raccolte con **modalità standardizzate e la valutazione dell'adeguatezza può essere effettuata attraverso l'utilizzo di procedure predefinite ed omogenee**: benché a priori l'impiego di una procedura di tipo standardizzato non nuoce alla chiarezza delle informazioni raccolte, il rispetto della medesima non garantisce certo la veridicità dei dati immessi nel sistema. La valutazione dell'adeguatezza dell'operazione prospettata rispetto al profilo di propensione al rischio del cliente viene condotta, poi, sulla base di procedure predefinite che potrebbero snaturare, come già altrove sottolineato, il dato soggettivo relativo alla particolare esigenza finanziaria di un determinato cliente. L'equità di trattamento si sostanzierebbe, quindi, nell'applicazione di automatiche regole procedimentali che, annullando le peculiarità proprie ad ogni investitore, finirebbero col garantire paradossalmente un trattamento eguale in presenza di situazioni disomogenee;

c) l'opera del promotore finanziario è necessaria in alcuni casi, ma lo stesso non può avvalersi del mezzo *Internet* se non attraverso l'uso di procedure interne, predefinite dall'intermediario per il quale si trova ad operare in via esclusiva: la valutazione dell'adeguatezza dipende dalle modalità con le quali si è pervenuti alla valutazione medesima; ciò significa che, in sede di contenzioso, il giudizio potrebbe vertere non già sulla sostanza della valutazione effettuata, quanto piuttosto sulle modalità con le quali la valutazione dell'adeguatezza è stata assunta, con la conseguenza che la

"prova" che l'intermediario è chiamato a fornire in giudizio, ai sensi del sesto comma dell'art. 23 TUF[84], riguarderà la bontà del "sistema informatico impiegato", piuttosto che la coerenza della valutazione medesima, e la diligenza richiesta si sostanzierà nella semplice predisposizione di "percorsi informatici" aventi alcune caratteristiche.

Sul fatto che questa sia la strada più opportuna per garantire pienamente la tutela dell'investitore, sia consentito esprimere qualche dubbio.

La risposta sarà certo fornita dal contenzioso che verrà a formarsi negli anni a venire; per il momento, la Consob, di fronte alla rivoluzione tecnologica, è stata chiamata ad assumere una chiara posizione: l'intervento dell'Autorità di vigilanza si è allora concretizzato attraverso, da un lato, un completo riconoscimento delle nuove fattispecie telematiche e, dall'altro lato, attraverso un processo di "integrazione progressiva".

In primo luogo, infatti, la Consob ha considerato l'utilizzo delle nuove tecnologie pienamente **compatibile** con le modalità di azione previste dalla disciplina vigente[85], mantenendo ferme le regole di comportamento dettate per la prestazione di servizi di investimento, ma richiedendo, nel contempo, «*modalità di adempimento specifiche in ragione della particolare natura tecnica del contatto con la clientela utilizzato*»[86] [87].

Nell'ottica di un'integrazione progressiva, la Consob ha, poi, evidenziato le difficoltà nell'utilizzo della rete per l'adempimento di alcuni obblighi tradizionali come, per esempio, quello discendente dalla normativa antiriciclaggio sull'identificazione del cliente, ma ha ritenuto, tuttavia, opportuno il ricorso al mezzo telematico per esigenze di rapidità ed efficienza.

Ciò lascia aperta la strada all'implementazione di future tecnologie, che saranno progressivamente integrate dal mercato, anche

---

[84] Stabilisce infatti tale articolo che nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta.

[85] Si pensi, a titolo esemplificativo, alla pubblicazione del prospetto informativo, relativo ai fondi comuni di investimento, che può essere effettuata tramite il sito *Internet*, stante «la piena compatibilità dello strumento in questione con la puntuale informazione dell'investitore (...)». (Comunicazione Consob n. DI/99065403 del 3 settembre 1999).

[86] Comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000.

[87] Gli interventi hanno, pertanto, riguardato per lo più la predisposizione e l'attuazione di «procedure tecniche ed operative che consentano il pieno ed effettivo rispetto della disciplina». (Comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000).

grazie ad un anticipato riconoscimento del ruolo svolto dalle stesse nel creare fattispecie rientranti potenzialmente nel concetto di sistema di scambi organizzati[88].

[88] Nella *Nota tecnica in materia di modalità, termini e condizioni dell'informazione al pubblico sugli scambi organizzati* (*ex* art. 78 TUF), la Consob ha, per esempio, fornito (al punto 4, *«Elementi costitutivi dei sistemi di scambi organizzati»*) una definizione di sistemi di scambi organizzati «in grado di includere anche fattispecie che, pur non essendo ancora concretamente operanti in Italia, potrebbero realizzarsi alla stregua dei possibili sviluppi futuri della tecnologia: ad esempio, si tratta di sistemi di scambi organizzati tramite "Internet" o tramite *network* telematici aventi struttura centralizzata».

CAPITOLO V

LE OFFERTE A DISTANZA INTERNAZIONALI DI PRODOTTI FINANZIARI E DI SERVIZI DI INVESTIMENTO: IL PROBLEMA DEL FORO COMPETENTE E DELLA LEGGE APPLICABILE.

Sommario: 1. La promozione ed il collocamento di prodotti e servizi finanziari tramite *Internet:* l'offerta rivolta all'Italia.- 2. Il problema del foro competente: il criterio generale. - 2.1. *segue*: la competenza giurisdizionale in materia di contratti conclusi dai consumatori in ambito comunitario. – 2.2. L'*exequatur* della decisione emessa da parte di un organo giudiziario comunitario. - 3. Le previsioni in tema di misure ulteriori giudiziali ed extragiudiziali della Direttiva concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori. - 3.1. *segue:* Il ricorso extragiudiziale. - 4. Il problema della legge applicabile. 4.1. *segue:* I criteri della Convenzione di Roma e le previsioni della Direttiva n. 2002/65/CE sulla legge applicabile. - 4.2. L'applicabilità extraterritoriale del diritto finanziario e della giurisdizione statunitense. - 4.2.1. *segue:* il principio di stretta territorialità. - 4.2.2. *segue:* le varie dottrine in materia di applicazione extraterritoriale della giurisdizione adottate dalle Corti americane. - 4.2.3. *segue:* dottrina e giurisprudenza sull'applicazione extraterritoriale delle *Securities Laws*. Conclusioni.

1. La promozione ed il collocamento di prodotti e servizi finanziari tramite *Internet*: l'offerta rivolta all'Italia.

Un aspetto rilevante, oggetto della materia che ci occupa, riguarda la **"territorialità"** dell'attività prestata attraverso *Internet* da parte di intermediari stranieri.

Nei casi in cui, infatti, la vendita a distanza tramite *Internet*, pur presentando elementi di estraneità, quali la nazionalità dell'intermediario, la lingua utilizzata, ecc., possa essere qualificata come attività di promozione e collocamento di prodotti finanziari e servizi di investimento in Italia, essa sarebbe soggetta al rispetto della disciplina stabilita dal TUF e dal reg. Consob n. 1522/1998, in materia di offerta a distanza.

La questione della "territorialità", con riferimento alle offerte finanziarie effettuate tramite posta elettronica o sito *Web*, risulta assai complessa, essendo anche connessa al problema della determinazione della legge applicabile[1] e della giurisdizione competente nei rapporti

[1] Nella Raccomandazione dell'*American Bar Association, Committee on the Law of Commerce in Cyberspace, Subcommittee on International Transaction* (in

contrattuali tra professionisti e consumatori[2], qualora il soggetto offerente e i soggetti oblati siano di diversa nazionalità.

La Consob si è occupata di tale profilo[3], fornendo soluzioni che hanno riscosso un generale consenso, ma che non hanno dipanato completamente alcuni nodi, peraltro non dissipati, come vedremo, nemmeno dalla direttiva n. 2002/65/CE sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori.

In particolare, l'Autorità di vigilanza del mercato ha affermato, con riferimento alla posta elettronica, che si applica la disciplina italiana qualora i messaggi promozionali e/o negoziali siano inviati a investitori residenti in Italia.

Più complessa, invece, l'ipotesi della promozione e del collocamento a distanza mediante sito *Web*, per la quale la Commissione di vigilanza ha elaborato differenti criteri, definiti come elementi di primo e secondo livello[4], da applicarsi in successione temporale[5].

In primo luogo, non si considera rivolto ai residenti italiani «un sito finanziario che escluda per gli investitori residenti in Italia di dar seguito o di aderire alle promozioni o alle proposte negoziali presenti nel sito stesso»[6].

---

http://www.dev.abanet.org/buslaw/cuber/interntrn.html) viene espressamente riconosciuto che le questioni della legge applicabile e del foro competente rappresentano il problema di maggiore rilevanza nell'ambito delle complesse problematiche legali del commercio elettronico.

[2] In tal senso, cfr. LENER R., *Promozione e collocamento di prodotti finanziari e servizi di investimento tramite Internet*, in *Banca e Internet. Normativa e regolamentazione*, a cura di RIOLO F. – MASCIANDARO D., Roma, 2000, p. 213 ss. e soprattutto a p. 216.

[3] Comunicazioni n. DI/99052838 del 7 luglio 1999 e n. DI/99091709 del 15 dicembre 1999. I criteri seguiti dalla Consob nelle citate comunicazioni trovano un significativo precedente in una comunicazione emanata dalla *Securities and Exchange Commission* al fine di chiarire in quali ipotesi la diffusione tramite *Internet* di informazioni concernenti prodotti finanziari e servizi di investimento non sia qualificabile come sollecitazione rivolta a soggetti residenti negli Stati Uniti. Per maggiori indicazioni, si v. *Securities and Exchange Commission, Use of Internet Web Sites to Offer Securities, Solicit Securities Transactions or Advertise Investment Services Offshore*, in *International Series Release*, n. 1125 del 23 marzo 1998. Per un primo commento a tale comunicazione, cfr. BROWN W., *SEC Regulated the Sale of Securities on the Internet*, in *International Financial Law Review*, luglio 1998, p. 28 ss.

[4] Comunicazione n. DI/99091709 del 15 dicembre 1999.

[5] Per la Consob (si v. la comunicazione n. DI/99091709 del 15 dicembre 1999), infatti, «la decisione di non utilizzare solo gli elementi di primo livello e di effettuare invece un'ulteriore selezione dei siti con gli incidi di secondo livello è spiegata dall'irragionevolezza della scelta alternativa di considerare a priori rivolti all'Italia tutti i siti genericamente aperti alle adesioni di investitori ovunque residenti».

[6] Comunicazione n. DI/99052838 del 7 luglio 1999.

Ad avviso della Consob, tale circostanza è suscettibile di verificarsi quando:

a) il sito contiene avvertenze esplicite, adeguatamente evidenziate, che chiariscono che il contenuto del medesimo è diretto soltanto a residenti in Stati diversi dall'Italia[7], poiché non è conforme alla normativa vigente in Italia[8];
b) il gestore del sito utilizza procedure che gli consentono di rifiutare ogni adesione o richiesta proveniente da investitori residenti in Italia[9];
c) il gestore del sito rifiuta effettivamente ogni adesione o richiesta proveniente da investitori residenti in Italia[10].

In mancanza di tali elementi, per valutare la "territorialità" dell'attività entrano in gioco gli indici di secondo livello, distinti in indici relativi al contenuto del sito ed indici relativi a circostanze connesse.

Fra i primi, la Consob annovera, a titolo esemplificativo, la presenza di riferimenti a fatti e circostanze relative all'Italia[11], l'utilizzo della lingua italiana, l'indicazione di prezzi e importi in lire italiane[12].

Quanto alle circostanze connesse, l'Autorità di vigilanza vi comprende: a) «l'operatività in Italia di intermediari (o di altri soggetti

---

[7] «L'avvertenza può specificare che il sito non si rivolge agli investitori residenti in Italia ovvero elencare gli Stati, diversi dall'Italia, ai quali il contenuto del sito è rivolto». (Comunicazione n. DI/99052838 del 7 luglio 1999). Nella prassi del commercio elettronico internazionale, si è sviluppata la tendenza di limitare territorialmente la comunicazione o l'offerta di prodotti e servizi finanziari attraverso chiare avvertenze, c.d. *disclaimers*, poste sulle pagine *Web*, le quali, ad esempio, precisano che i messaggi si intendono diretti unicamente all'Italia. I *disclaimers* in oggetto vengono riportati, oltre che nella *home page*, anche in tutte le pagine *Web*, per evitare che gli utenti, attraverso dei *deep links* che si colleghino direttamente su una delle pagine di cui il sito è composto, "saltino" i *disclaimers* di "natura legale" contenuti nella *home page*.

[8] «L'avvertenza può indicare specificamente che il contenuto del sito non è conforme alla normativa vigente in Italia ovvero chiarire che il contenuto del sito non è conforme alla normativa vigente negli Stati diversi da quelli cui è espressamente indirizzato». (Comunicazione n. DI/99052838 del 7 luglio 1999).

[9] «Sono tali le procedure che permettono al gestore del sito di accertare inequivocabilmente se il luogo di residenza di un soggetto che contatti il sito è l'Italia». (Comunicazione n. DI/99052838 del 7 luglio 1999).

[10] Nella comunicazione n. 99091709 del 15 dicembre 1999 la Consob ha, inoltre, precisato che l'obbligo per il gestore del sito di rifiutare le adesioni sussiste nei casi in cui emergono "indici sintomatici" del fatto che il soggetto sollecitato risieda in Italia.

[11] Quali, ad esempio, quelli relativi «all'andamento di indicatori economici e finanziari, all'imposizione fiscale, ai rendimenti di prodotti finanziari e di servizi di investimento, a vicende aziendali e a situazioni settoriali, all'andamento dei mercati, a studi e analisi etc». (Comunicazione n. DI/99052838 del 7 luglio 1999).

[12] Tale indice, in seguito all'introduzione dell'euro, ha ovviamente perso tutto il suo valore.

abilitati) attraverso i quali è possibile dare seguito o aderire alla promozione o al collocamento»; b) la diffusione di informazioni in Italia aventi oggetto analogo al contenuto del sito[13]; c) «la reperibilità del sito tramite motori di ricerca italiani o specializzati sull'Italia o che comunque consentono di effettuare ricerche mirate su siti che rivestano interesse per i residenti in Italia».

Dall'analisi degli indici richiamati, si può ricavare che il luogo di svolgimento dell'attività sarebbe quello in cui l'investitore riceve la proposta negoziale[14], a prescindere dal fatto che il sito *Web* sia situato materialmente in Italia o all'estero[15].

Di conseguenza, nel caso in cui il soggetto offerente non abbia sede nello Stato italiano, ci si troverebbe in presenza di un'offerta transfrontaliera di servizi senza stabilimento di succursale, assoggettata, come si è già detto, sia agli adempimenti dettati per l'inizio dell'attività in Italia[16], sia alla disciplina italiana dell'offerta a distanza.

---

[13] «Inclusa l'effettuazione in Italia di campagne informative o pubblicitarie, individualizzate o di massa, (...), con i diversi mezzi di comunicazione disponibili, siano essi o meno classificabili come tecniche di comunicazione a distanza». (Comunicazione n. DI/99052838 del 7 luglio 1999).

[14] In tal senso, cfr. GUGLIOTTA, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari. Commento al d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, a cura di CAPRIGLIONE F., Padova, 1997, *sub* art. 24, p. 209 ss.; *Quaderno Assogestioni, D. Lgs. 23 luglio 1996, n. 415. Un commento preliminare*, n. 15, Roma, 1996, p. 90.

[15] La Consob ha espresso il proprio orientamento anche precedentemente alla Comunicazione n. DI/99052838 del 7 luglio 1999, specificando che «al fine di stabilire l'ambito territoriale nel quale deve ritenersi esercitata l'attività di intermediazione mobiliare – cioè per stabilire se essa sia rivolta all'Italia o all'estero e, quindi, se ricada o meno sotto il governo dell'ordinamento nazionale – va individuato come elemento qualificante il luogo in cui l'intermediario ricerca i propri "obiettivi", individuando i potenziali clienti ed effettuando, con ogni mezzo, attività di promozione» (così la Comunicazione n. DAL/RM/96005883 del 18 giugno 1996, che richiama in motivazione i precedenti conformi rappresentati dalle comunicazioni n. SGE/RM/91007552 del 12 dicembre 1991, n. BOR/RM/92002207 del 3 aprile 1992, n. BOR/RM/94005133 del 23 maggio 1994 e n. DAL/RM/95001369 del 17 febbraio 1995).

[16] Come già in parte anticipato: *a)* la prestazione in Italia di servizi di investimento senza stabilimento di succursale da parte di imprese comunitarie è sottoposta alla condizione che la competente Autorità dello Stato di origine informi preventivamente la Banca d'Italia e la Consob, nel caso di imprese di investimento comunitarie (artt. 27, comma 2, TUF e 22, reg. Consob n. 1522/1998) ovvero che la stessa Autorità dello Stato di origine informi preventivamente la sola Banca d'Italia, la quale deve poi darne notizia alla Consob, nel caso di banche comunitarie (artt. 29 TUF, 16, comma 3, T.U. bancario e titolo VII, cap. 2, sez. IV delle "Istruzioni di vigilanza per le banche" della Banca d'Italia); *b)* la prestazione in Italia di servizi di investimento senza stabilimento di succursali da parte di imprese extracomunitarie è subordinata al rilascio della preventiva autorizzazione della Banca d'Italia, sentita la Consob, nel caso di banche extracomunitarie (artt. 29 TUF, e 16, comma

Pertanto, le conseguenze per il soggetto straniero che gestisce il sito sono rilevanti. Egli, infatti, dovrà rispettare non solo le procedure di notifica o autorizzazione stabilite per l'offerta di servizi in regime di libera prestazione, a carico rispettivamente di un'impresa di investimento comunitaria o extracomunitaria, ma dovrà anche rientrare nel novero dei soggetti "abilitati" ovvero "autorizzati", di cui all'arte. 71 del reg. Consob n. 11522/1998, a seconda che egli promuova e collochi soltanto i propri servizi di investimento ovvero anche prodotti finanziari e servizi di investimento altrui.

La lista degli indici sopra richiamati non è affatto esaustiva, tant'è che la Consob, indipendentemente dal fatto che un sito finanziario possa essere considerato rivolto ai residenti italiani in base ai criteri richiamati[17], si è riservata la facoltà di valutare il caso concreto, tenendo conto di circostanze ulteriori[18] al fine di sanzionare comunque "fattispecie anomale", aventi finalità elusive[19].

L'intento della Commissione di vigilanza del mercato è duplice: da un lato proteggere l'investitore che potrebbe aderire ad offerte prive del grado di tutela accordata dall'ordinamento nazionale, in quanto sottoposte all'ordinamento di Stati con legislazioni più blande; dall'atro lato, garantire la stabilità e l'integrità del mercato finanziario, ponendo in essere azioni di vigilanza e comminando le relative sanzioni per quelle attività, compiute a mezzo *Internet*, in assoluta violazione della disciplina del settore finanziario in Italia.

4, T.U. bancario e titolo VII, cap. 3, sez. V delle "Istruzioni di vigilanza per le banche" della Banca d'Italia).

[17] Per la Consob, al fine di stabilire se un'offerta effettuata mediante un sito *Internet* sia rivolta all'Italia avranno, comunque, importanza primaria i criteri di indagine che consentano l'individuazione di siti a contenuto finanziario in lingua italiana. (Comunicazione n. DI/99091709 del 15 dicembre 1999). L'intermediario che impieghi la lingua italiana, se la sua attività è rivolta a residenti in Stati diversi dall'Italia, dovrà, pertanto, avere cura di specificare chiaramente tale circostanza, nonché guardarsi dall'accettare adesioni da parte di investitori italiani ove non voglia essere sottoposto al controllo da parte dell'Autorità di vigilanza del mercato e soggiacere alla normativa legislativa e regolamentare italiana.

[18] Fra tali circostanze ulteriori, La Consob ha indicato, a titolo esemplificativo, il numero dei residenti in Italia che abbiano dato seguito o aderito alla promozione o al collocamento (comunicazione n. DI/99052838 del 7 luglio 1999). Tale criterio si riconnette ed integra l'ultimo degli elementi di primo livello sopra indicati, ossia l'effettivo rifiuto da parte del gestore delle adesioni provenienti da investitori residenti in Italia.

[19] La Consob, con la comunicazione n. DI/99091709 del 15 dicembre 1999, ha fornito un esempio di "fattispecie anomala" con riferimento ad «un sito che, da un lato, esponga avvertenze che evidenziano che l'offerta non è diretta a soggetti residenti in Italia e dichiari di utilizzare procedure idonee ad impedirne l'adesione, ma, d'altro lato, indichi gli intermediari presso i quali aderire all'offerta in Italia».

Tuttavia, il criterio fornito ed applicato dalla Consob va valutato alla luce delle norme di diritto internazionale privato, onde verificare che esso non costituisca un'autoattribuzione di facoltà/potere in assoluta violazione delle norme e dei criteri internazionali elaborati per determinare la competenza del foro giudicante, nonché la legge applicabile alla fattispecie concreta.

2. Il problema del foro competente: il criterio generale.

Caratteristica specifica all'impiego di *Internet* è, come già più volte evidenziato, la sua potenziale diffusione planetaria, che consente ad un soggetto offerente di "piazzare" i prodotti finanziari propri o altrui e/o i servizi di investimento oltre i confini dello Stato di appartenenza.

Tale possibilità offre forti vantaggi competitivi in termini di riduzione del costo complessivo relativo ad un collocamento internazionale e, dal punto di vista dell'investitore, concede l'accesso a mercati finanziari sui quali sarebbe altrimenti difficile o quasi impossibile operare.

Accanto a tali aspetti positivi, si è già rilevato come l'utilizzo della rete si presti anche ad usi distorti volti al perpetramento di frodi finanziarie di una certa entità: al di là di tali ipotesi, poi, i momenti patologici eventuali e relativi agli aspetti contrattuali conoscono ulteriori e specifici problemi, che vanno dalla determinazione del foro competente in caso di litigio alla determinazione della legge applicabile[20].

Sebbene tali aspetti afferiscano ad una caratteristica propria del mezzo impiegato, quella cioè di introdurre eventuali elementi di "estraneità" nella relazione negoziale tra soggetti privati, appare nondimeno necessario affrontare la questione sollevata, al fine non solo di rilevare gli aspetti più controversi, ma anche di individuare eventuali interventi positivi in grado, se non di risolvere, quanto meno di attenuare gli inconvenienti sussistenti, soprattutto in sede di delibazione delle decisioni giudiziarie straniere.

Poiché una delle caratteristiche del diritto internazionale privato[21] è la molteplicità delle fonti che lo disciplinano, e la

---

[20] *L'OICV (Organisation Internationale des Commissions de Valeurs) o IOSCO (International Organisation of Securities Commissions)* si è interessata alla questione, consacrando un'intera rubrica al « partage des compétences entre autorités pour les activités transfrontières réalisées par le biais d'Internet »: cfr. *Securities activity on the Internet*, disponibile sul sito *Internet* http://www.iosco.org .

conseguente mancanza del carattere di diritto uniforme che ogni Stato applicherebbe alle stesse condizioni, non è evidentemente possibile, in tale sede, tracciare un panorama completo delle regole secondo le quali ogni litigio internazionale può essere risolto, ma conviene esporre alcuni dei grandi principi attorno ai quali esso si articola.

Una delle specificità del conflitto di giurisdizione in relazione al conflitto di legge discende dal fatto che le regole alle quali bisogna fare riferimento non sono delle vere e proprie "regole di conflitto", poichè esse hanno per oggetto non già la determinanzione della legge che permetterà di designare la giurisdizione competente, ma la diretta risoluzione della questione circa la competenza della giurisdizione adita. Cosí, per esempio, le regole nazionali determinano la competenza o l'incompetenza della giurisdizione nazionale, ma non si pronunciano affatto su quella delle giurisdizioni straniere.

Ne consegue che le regole inerenti il conflitto di giurisdizione hanno come caratteristica principale quella di essere unilaterali.

Per ottenere una certa coerenza internazionale, soprattutto in tema di obbligazioni contrattuali, si è proceduto, quindi, dapprima alla stipula di molteplici convenzioni bilaterali tra diversi Stati ed, in seguito, alla stipula di una convenzione internazionale multilaterale firmata a Bruxelles il 27 settembre 1968, relativa alla competenza, riconoscimento ed esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale[22].

---

[21] Per un'introduzione al diritto internazionale privato, si v., fra gli altri, BALLARINO T., *Manuale breve di diritto internazionale privato: aggiornato sulla nuova adozione internazionale e sui regolamenti comunitari relativi alla procedura civile internazionale*, Padova 2002; CONFORTI B., *Diritto internazionale*, 5. ed. Napoli, 1999; MOSCONI F., *Diritto internazionale privato e processuale. Parte generale e contatti*, Utet, 2001.

[22] La Convenzione di Bruxelles del 27 settembre 1968, entrata in vigore il 1 febbraio 1973, è stata ratificata e resa esecutiva dalla legge n. 804 del 21 giugno 1971, nei rapporti tra i sei Stati membri originari della CEE (in GU L 299 del 31 dicembre 1972, p. 32). Il Protocollo del Lussemburgo del 3 giugno 1971, con il quale è stata stabilita la competenza della Corte di Giustizia delle Comunità ad interpretare la Convenzione, è entrato in vigore il 1 settembre 1975, grazie alla legge di ratifica n. 180 del 19 maggio 1975. La Convenzione ha, poi, subito diverse modifiche sostanziali in conseguenza dei successivi allargamenti della CEE: con la Convenzione del Lussemburgo del 9 ottobre 1978 (ratificata dalla legge 29 novembre 1980, n. 967), a seguito dell'adesione di Danimarca, Irlanda e Regno Unito; con la seconda Convenzione di Lussemburgo del 25 ottobre 1982 (ratificata dalla legge 18 ottobre 1984, n. 756), a seguito dell'adesione della Grecia; con la Convenzione di Donistia - San Sebastian del 26 maggio 1989 (ratificata dalla legge 5 ottobre 1991, n. 339), a seguito dell'adesione di Spagna e Portogallo; con la Convenzione di Bruxelles del 29 novembre 1996 (ratificata dalla legge 26 gennaio 1999, n. 24), a seguito dell'adesione di Austria,

Quest'ultima è stata recentemente rimpiazzata dal Regolamento CE n. 44/2001[23] del 22 dicembre 2000, il quale ha avuto lo scopo di "comunatizzarla", senza tuttavia modificarne il campo di applicazione[24].

Il Regolamento prevede disposizioni concernenti le competenze generali, alcune competenze speciali, delle competenze in materia di assicurazione, di contratti conclusi dai consumatori, di contratti individuali di lavoro, nonchè alcune competenze esclusive.

Particolarmente interessanti ai nostri fini sono le disposizioni relative ai contratti stipulati con i consumatori, le quali presuppongono, per coglierne la rilevanza, un preliminare esame dei principi generali in tema di risoluzione dei conflitti di giurisdizione dettati dal Regolamento.

Nell'ambito dei territori degli Stati vincolati, la distribuzione della giurisdizione assume i connotati del semplice riparto della competenza territoriale. Il principio generale, fatti salvi i casi di competenza esclusiva di cui all'art. 22[25], e fatto salvo l'acordo delle parti sulla competenza di cui all'art. 23[26], é quello, analogamente alle

---

Finlandia e Svezia. Per la dottrina in argomento, cfr. GAUDEMET TALLON H., *Les conventions de Bruxelles et Lugano*, in *LGDJ*, coll. Droit des affaires, 1996, p. 117 ss.

[23] GUCE L 12/2 del 16 gennaio 2001. Il regolamento è entrato in vigore il primo marzo 2002: l'ampia *vacatio legis si* spiega tenendo presente l'esigenza di raccordare l'efficacia dello stesso con la finalizzazione del nuovo testo della Convenzione di Lugano, che impegna anche Svizzera, Norvegia e Islanda. Si ricorda che la Convenzione di Lugano del 16 settembre 1988, ratificata e resa esecutiva dalla legge 10 febbraio 1992, n. 198, ha esteso i principi della Convenzione di Bruxelles ai paesi facenti parte dell'Associazione Europea di Libero Scambio (EFTA). Per un commento a tale regolamento, si v. CROZE H., *Aperçu rapide du règlement CE n° 44/2001 du 22 décembre 2000 concernant la compétence judiciaire, la réconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale*, in *JCP E* 2001, p. 437.

[24] La Convenzione di Bruxelles del 1968 ha coperto tutti i settori del diritto civile e commerciale, salvo quelli espressamente esclusi dal suo campo di applicazione e tassativamente indicati: stato e capacità delle persone, rapporti patrimoniali tra i coniugi, testamenti e successione, fallimento, sicurezza sociale e arbitrato.

[25] Diversi criteri di competenza esclusiva sono dettati in tema di diritti reali immobiliari, di contratti di affitto; di validità, nullità o scioglimento delle società o persone giuridiche; di validità delle trascrizioni ed iscrizioni nei pubblici registri; di validità di brevetti, marchi, disegni e modelli; di esecuzione delle decisioni.

[26] L'art. 23 prevede che: « qualora le parti, di cui almeno una domiciliata nel territorio di uno Stato membro, abbiano attribuito la competenza di un giudice o dei giudici di uno Stato membro a conoscere delle controversie, presenti e future, nate da un determinato rapporto giuridico, la competenza esclusiva spetta a questo giudice o ai giudici di questo Stato membro. Detta competenza è esclusiva salvo diverso accordo tra le parti. La clausola attributiva di competenza deve essere conclusa: a) per iscritto o oralmente con conferma scritta o b) in una forma ammessa dalle pratiche che le parti hanno stabilito fra di loro o c) nel commercio internazionale in una forma ammessa da un uso che le parti conoscevano o

previsioni della Convenzione di Bruxelles, della competenza della giurisdizione dello Stato in cui il convenuto risulta domiciliato (qualunque ne sia la nazionalità)[27].

Tale criterio é completato con la previsione di fori alternativi, individuati in base al collegamento stretto tra il giudice e la controversia, oppure per agevolare il funzionamento della giustizia.

La determinazione dei fori facoltativi, vale a dire di quei fori che non eliminano il foro del domicilio del convenuto, ma danno la facoltà all'attore di scegliere tra i giudici indicati specificamente dalle rispettive norme e quelli del Paese in cui il convenuto é domiciliato, é contenuta nella sezione 2 del Regolamento in oggetto[28].

Infine, come già anticipato, criteri di competenza imperativi (a carattere cogente, ma non esclusivo) sono previsti in matteria di contratti di assicurazione, di contratti individuali di lavoro e di contratti conclusi dai consumatori, al fine di tutelare il contraente più debole attraverso la previsione di regole più favorevoli rispetto al criterio generale dianzi evidenziato.

Poichè l'investitore, che conclude un contratto di investimento per un uso che puó essere considerato estraneo alla sua attività professionale, puó qualificarsi quale consumatore, è opportuno soffermarsi sulle disposizioni inerenti alla competenza giurisdizionale in materia di contratti conclusi dai consumatori.

---

avrebbero dovuto conoscere e che, in tal campo, é ampiamente conosciuto e regolarmente rispettato dalle parti di contratti dello stesso tipo nel ramo commerciale considerato. (...) ».

[27] Art. 2 Regolamento CE n. 44/2001 del Consiglio del 22 dicembre 2000, concernente la competenza giurisdizionale, il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale. Per le persone giuridiche e le società, la sede è assimilata al domicilio. Il regolamento prevede all'art. 60 una definizione autonoma di sede della persona giuridica, abbandonando il riferimento al diritto internazionale privato a favore di una serie di criteri adottati alternativamente e senza una gerarchia tra gli stessi. L'Italia, pur non condividendo l'impostazione poco sistematica dell'art. 60, ne ha accettato la stesura, considerando che i criteri non si differenziano da quelli previsti dalla legge n. 218 del 31 maggio 1995, di riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato.

[28] Al riguardo, un punto cruciale é rappresentato dalla modifica del criterio di competenza concorrente di cui all'art. 5.1 per le obbligazioni contrattuali. Resta fermo, ma solo in linea di principio, il concetto di esecuzione dell'obbligazione dedotta in giudizio, ma salvo che non sia diversamente stabilito dalle parti, per detto luogo si intenderà, in caso di vendita di beni, il luogo in cui i beni sono stati o avrebbero dovuto essere consegnati in base al contratto e, in caso di fornitura di servizi, il luogo in cui i servizi sono stati o avrebbero dovuto essere prestati in base al contratto.

2.1. *segue*: la competenza giurisdizionale in materia di contratti conclusi dai consumatori in ambito comunitario.

Rispetto al testo della Convenzione di Bruxelles, la nozione di contratti conclusi dai consumatori, ai quali applicare i fori previsti dalla apposita Sezione 4 del Regolamento, é stata notevolmente ampliata.

In particolare, l'art. 15, lett. c) del citato Regolamento prevede che la competenza giurisdizionale dei contratti conclusi dal consumatore è regolata dalla Sezione richiamata «qualora il contratto sia stato concluso con una persona le cui attività commerciali o professionali si svolgono nello Stato membro in cui è domiciliato il consumatore o sono dirette, **con qualsiasi mezzo,** verso tale Stato membro o verso una pluralità di Stati che comprende tale Stato membro, purchè il contratto rientri nell'ambito di dette attività».

Presupposti necessari e sufficienti ai fini dell'applicazione di tale disciplina sono, da un lato, la qualificazione di una parte contrattuale quale consumatore e, dall'altro lato, lo svolgimento a cura della controparte di un'attività professionale o commerciale nello Stato di domicilio del consumatore, con la ulteriore specificazione che, qualora l'attività sia diretta **con qualsiasi mezzo** verso lo Stato di domicilio del consumatore, la conclusione del contratto deve rientrare, ai fini dell'applicazione della norma citata, nell'ambito di tale attività.

L'inciso "**con qualsiasi mezzo**", che bene evidenzia l'attenzione del legislatore rispetto allo sviluppo di nuove pratiche negoziali, ha come *ratio* quella di attrarre nell'ambito di applicazione della norma i contratti diversi da quelli tradizionali, ossia i contratti conclusi anche per via telematica .

Come é stato infatti sottolineato dalla stessa Commissione[29], il «concetto di attività nel o diretta verso lo Stato del domicilio del consumatore é volto a chiarire che il punto 3) si applica ad un **contratto con il consumatore concluso attraverso l'utilizzo di un sito Internet interattivo** accessibile nello Stato del domicilio del consumatore. Il semplice fatto che il consumatore abbia preso conoscenza di un servizio o della possibilità di acquisire dei beni attraverso un sito Internet passivo accessibile nello Stato del suo domicilio non è sufficiente a metter in gioco la competenza protettrice».

---

[29] Cfr. *Proposition de règlement (CE) du Conseil du 14.07.1999 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décision en matière civile et commerciale,* (COM (1999), 348 in fine, 99/0154 (CNS)).

Tale ultima specificazione risulta estremamente importante e carica di conseguenze.

La mera accessibilità di un dato sito *Internet* non è sufficiente, infatti, secondo l'espressa previsione normativa, ai fini dell'applicabilità dell'articolo 15, ma occorre che il sito medesimo inviti a concludere contratti a distanza e che un contratto sia stato effettivamente concluso attraverso l'utilizzo di una tecnica di comunicazione a distanza[30], senza che la lingua del sito *Internet* costituisca un elemento qualificante.

A completezza di quanto appena specificato, si deve aggiungere che, rispetto ai presupposti previsti dalla Convenzione di Bruxelles, il regolamento comunitario elimina, ai fini dell'applicazione del regime di favore, la condizione secondo la quale era necessario che il consumatore avesse compiuto nel suo Stato di domicilio gli atti necessari alla conclusione del contratto.

Si tratta di un'importante presa di coscienza da parte del legislatore comunitario, il quale ha inteso favorire il consumatore ed agevolare, altresì, i contatti a distanza: con riferimento all'utilizzo di *Internet* era ed è, infatti, estremamente arduo, se non impossibile, determinare in quale Stato il consumatore abbia compiuto gli atti necessari alla conclusione del contratto.

Il legame tra il contratto e lo Stato del consumatore è stato quindi individuato (attuale art. 15 del Regolamento CE n. 44/2001) nel fatto che la controparte contrattuale diriga le proprie attività professionali e commerciali nello Stato di domicilio del consumatore.

Il contratto elettronico viene, dunque, assimilato agli altri contratti a distanza conclusi per telefono o via fax, i quali sono retti dai principi di competenza giurisdizionale previsti dall'art. 16 del Regolamento di cui si discute.

Ai sensi di tale articolo, é riconosciuta al consumatore la facoltà di adire alternativamente i giudici dello Stato membro nel cui territotio é domiciliata la controparte, o i giudici del luogo in cui è domiciliato il consumatore medesimo.

L'azione dell'altra parte del contratto contro il consumatore puó, invece, essere proposta solo dinanzi ai giudici dello Stato membro nel cui territorio è domiciliato il consumatore[31].

---

[30] I conflitti che possono sorgere in merito al *trading on line*, per esempio, non rientrano nel campo di applicazione dell'art. 15 del Regolamento CE n. 44/2001, in quanto fa difetto la conclusione di un contratto a distanza.

[31] Art. 16, comma 2, Regolamento CE n. 44/2001.

Limitazione, quest'ultima in grado di accrescere la fiducia del consumatore, e di contribuire, cosí, allo sviluppo dello stesso commercio elettronico.

Resta, ovviamente, salva la facoltà per le parti di derogare alle regole analizzate, attraverso la conclusione di una «convenzione posteriore al sorgere della controversia», o che consenta al consumatore di adire un giudice diverso da quelli indicati nell'art. 15, o ancora «che, stipulata tra il consumatore e la sua controparte aventi entrambi il domicilio o la residenza abituale nel medesimo Stato membro al momento della conclusione del contratto, attribuisca la competenza ai giudici di tale Stato membro, sempre che la legge di quest'ultimo non vieti siffatte convenzioni»[32].

2.2. L'*exequatur* della decisione emessa da parte di un organo giudiziario comunitario.

Il Regolamento CE n. 44/2001 ha notevolmente semplificato la procedura di esecuzione di un giudicato straniero: nell'ambito della Comunità Europea, infatti, viene eliminato *ex officio* ogni controllo e, inoltre, la verifica della non contrarietà (che deve essere ora manifesta) all'ordine pubblico avverrà solo in sede di un'eventuale opposizione alla dichiarazione di esecutorietà.

In seno all'Unione, dunque, le decisioni sono riconosciute di pieno diritto, senza che sia necessario esperire alcun procedimento, fatto salvo il caso in cui sorgano contestazioni[33].

Viene attuata in tal modo la libera circolazione delle decisioni giudiziarie nell'ambito di uno spazio europeo, per mezzo di un approccio diretto alla realizzazione della parità di accesso dei singoli ad una giustizia efficace, rapida e poco onerosa.

Per raggiungere quest'ultimo obiettivo, la dichiarazione di esecutività di una decisione dovrebbe essere rilasciata in modo pressocché automatico, attraverso un controllo meramente formale dei documenti prodotti, senza che il giudice possa rilevare d'ufficio i motivi di diniego indicati nel Regolamento[34].

Avverso la dichiarazione di esecutività, il convenuto puó proporre ricorso secondo i principi del contraddittorio[35], ove ritenga

[32] Art. 17 Regolamento CE n. 44/2001.
[33] Artt. 33-58 Regolamento CE n. 44/2001.
[34] Art. 41 Regolamento CE n. 44/2001.
[35] Art. 43 Regolamento CE n. 44/2001

che sussista uno dei motivi di non esecuzione. Il diritto al ricorso è riconosciuto anche al richiedente, qualora sia stato negato il rilascio della dichiarazione di esecutività[36].

In ambito comunitario, tali disposizioni accrescono la fiducia dei vari operatori economici e, senza dubbio, contribuiscono a stimolare l'impiego di tecniche di comuinicazione a distanza per la conclusione di contratti, anche di natura prettamente finanziaria.

Su un piano di tutela giuridica, preso atto che l'esecuzione di una decisione comunitaria non presenta particolari difficoltà, l'investitore-consumatore risulta pienamente garantito contro eventuali abusi contrattuali perpetrati dalla controparte, poiché non solo il consumatore puó adire il giudice competente del proprio Stato di domicilio, ma puó avvalersi di una decisione straniera, esecutiva nell'ambito del territorio europeo.

É chiaro, tuttavia, che, al di fuori della Unione Europea, le regole di diritto internazionale privato per la risoluzione delle liti private risultano complesse e difficili da applicare.

Benchè *Internet* sia un vettore che permette di raggiungere una vasta clientela di consumatori, la complessità delle soluzioni apportate dal diritto internazionale privato puó allora apparire come un vero e proprio ostacolo alla risoluzione dei conflitti, e ció essenzialmente per due ordini di ragioni: da un lato, il ritardo e il costo eccessivo della procedura e, dall'altro lato, l'incertezza rispetto al risultato di quest'ultima.

Per le offerte a distanza di prodotti e servizi finanziari avente carattere transfrontaliero ed extracomunitario, tale inconveniente potrebbe, tuttavia, assumere piuttosto i connotati di uno stimolo all'impiego di *Internet* nella relaizzazione di collocamenti su scala mondiale, in quanto gli offerenti e i relativi intermediari finanziari avrebbero la quasi certezza di poter andare esenti da ricorsi promossi da consumatori domiciliati in diversi e molteplici Stati.

Il rovescio della medaglia é rappresentato dalla constatazione che gli stessi offerenti e intermediari potrebbero, a loro volta, incontrare difficoltà nell'adire le autorità giudiziarie di differenti Stati: ma, a ben vedere, quale importanza puó avere, su un piano economico, la possibilità di esperire concretamente un ricorso giudiziario avverso uno o più consumatori, che rappresentano una percentuale infinitesima del collocamento che si vuole effettuare?

[36] Art. 43 Regolamento CE n. 44/2001.

3. Le previsioni in tema di misure ulteriori giudiziali ed extragiudiziali della Direttiva concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori.

La Direttiva n. 2002/65/CE del 23 settembre 2002 contiene due articoli, l'articolo 13 e l'articolo 14, rubricati rispettivamente "Ricorso giudiziario o amministrativo" e "Ricorso extragiudiziale", particolarmente rilevanti ai nostri fini.

Il primo paragrafo dell'art. 13 prevede che «gli Stati membri vigilano affinché siano posti in atto mezzi adeguati ed efficaci per assicurare il rispetto della presente Direttiva nell'interesse dei consumatori».

La disposizione, che potebbe sembrare un'enunciazione di principio, risulta particolarmente rilevante.

Grazie alla genericità della formulazione della norma, gli Stati membri si vedono riconosciuta la possibilità di predisporre strumenti, anche di natura tecnica, utili ad assicurare il rispetto della Direttiva.

L'eliminazione del riferimento esplicito al «reclamo», «ricorso» e «al fine della composizione delle controversie», contenuto nella proposta di Direttiva[37], consente agli Stati membri anche la predisposizione di misure diverse da quelle richiamate.

E tra tali mezzi sono compresi, ai sensi del secondo paragrafo dell'art. 13, anche quelle disposizioni che consentano «ad uno o più dei seguenti organismi determinati dalla legislazione nazionale, di adire, secondo il diritto nazionale, i giudici o gli organi amministrativi competenti per l'applicazione delle disposizioni nazionali di attuazione della presente Direttiva:

a) organismi pubblici o loro rappresentanti;

b) associazioni di consumatori aventi un interesse legittimo a tutelare i consumatori;

c) associazioni professionali aventi un interesse legittimo ad agire».

La disposizione nulla aggiunge all'ordinamento nazionale, poichè il legislatore italiano ha già riconosciuto, *ex* legge n.

[37] Cfr. Art. 12.1 della Proposta modificata di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio concernente la vendita a distanza di servizi finanziari ai consumatori che modifica le direttive 97/7/CE e 98/27/CE (COM (1999) 385 def. - COD 99/0245).

281/1998, la legittimazione attiva delle associazioni dei consumatori e degli utenti[38].
Per quanto concerne, invece, l'uso di tecniche di comunicazione a distanza, il terzo paragrafo dell'art. 13 prescrive l'adozione delle «**misure necessarie** affinché i fornitori e gli operatori di tecniche di comunicazione a distanza, se sono in grado di farlo, pongano fine alle pratiche dichiarate non conformi alla presente Direttiva sulla base di una decisione giudiziaria, di una decisione emanante da un'autorità amministrativa o da un'autorità di controllo loro notificata».

In considerazione delle peculiarità della commercializzazione *inter absentes,* é stata prefigurata, quindi, la possibilità che le autorità competenti, anche non giudiziarie, possano precettare i soggetti che operano per conto dei fornitori, ma tale misura, benché opportuna, desta non pochi problemi di natura giuridica.

L'intervento rispetto ad un soggetto che non é parte del contratto concluso tra consumatore e fornitore di servizi finanziari, sia esso effettuato a seguito di una decisione giudiziaria, sia esso conseguente ad una decisione amministrativa o ad una decisione emanata da un'autorità di controllo, finisce con avere ripercussioni giuridiche anche sul contratto richiamato.

In sede di esecuzione del contratto stipulato tra fornitore di servizi finanziari e operatore (fornitore) della tecnica di comunicazione a distanza[39], l'intervento correttivo puó incidere sia sulla sussistenza del rapporto negoziale *de quo*, sia sul contenuto del contratto che potrebbe essere rielaborato secondo le indicazione della autorità interveniente, nonché, infine, influenzare alcuni aspetti attinenti al profilo risarcitorio.

---

[38] Artt. 3 e 5 della legge n. 281/98. Per un commento, cfr. CHINÉ G., *Commento all'art. 3 della legge 281/98,* in I *diritti dei consumatori e degli utenti,* a cura di ALPA G. - LEVI, Milano, 2001, p. 33 ss.; id., *Commento all'art. 5 della legge 281/98,* in ALPA G. -LEVI (a cura di), op. *cit., p.* 126 ss.; PAGNI, *Tutela individuale e tutela collettiva nella nuova disciplina dei diritti dei consumatori e degli utenti,* in *La disciplina dei diritti dei consumatori* e *degli utenti,*a cura di BARBA A., Napoli, 2000, p. 127 ss.; NAVONE, *La rappresentatività delle associazioni dei consumatori e degli utenti,* in BARBA A. (a cura di), *op. cit.;* p. 59 ss. Si ricorda che in tema di azione inibitoria circa l'uso di clausole vessatorie, la legittimazione attiva è stata riconosciuta alle associazioni rappresentative dei consumatori e dei professionisti dall'art. 1469-sexies c.c., introdotto in attuazione della direttiva 93/13/CEE.

[39] Nell'ipotesi dell'utilizzo di *Internet,* l'operatore in questione altro non é che il *provider.*

Relativamente a quest'ultimo, si potrebbe configurare tanto una responsabilità del fornitore di servizi finanziari verso l'operatore (fornitore) della tecnica di comunicazione a distanza[40], quanto una responsabilità di quest'ultimo verso il fornitore dei servizi finanziari[41].

Sembrerebbe, quindi, che il legislatore comunitario abbia voluto creare, attraverso la previsione in esame, un effetto c.d. di *moralizzazione*[42] nei confronti dei fornitori e degli operatori (fornitori) di tecniche di comunicazione a distanza, i quali sarebbero indotti ad adeguare il contenuto del negozio tra essi intercorrente alle previsioni della Direttiva in oggetto, benché queste ultime nulla prescrivano relativamente al loro rapporto contrattuale.

La *moral suasion,* cosí esercitata, avrebbe come scopo quello di prevenire eventuali comportamenti non conformi ai principi della Direttiva, e troverebbe la propria giustificazione nelle insopprimibili e primarie esigenze di tutela del consumatore.

Ció nondimeno, appare singolare il fatto di introdurre implicitamente un controllo nei confronti di soggetti che, originariamente, non rientrano nel novero di quelli assoggettati alla vigilanza da parte delle autorità di controllo del mercato finanziario.

Nell'ambito del nostro ordinamento, come si é visto, la Consob ha sì prescritto puntuali e dettagliati oneri di comportamento, ma li ha posti a carico esclusivamente dei soggetti offerenti prodotti e servizi di investimento a distanza, nonché degli intermediari finanziari operanti per conto di questi ultimi.

In seguito al recepimento della direttiva assisteremo ad una estensione del potere di controllo delle Autorità di vigilanza? Con quali limiti?

Una tale estensione sarebbe giuridicamente fondata e legittima?

La risposta a tali quesiti appare estremamente complessa. Non si può escludere *a priori* un ampliamento soggettivo del

---

[40] Si pensi al caso in cui, per esempio il primo soggetto abbia domandato al secondo prestazioni non conformi alle previsioni della Direttiva e l'operatore abbia, a causa di ció, dovuto subire l'intervento delle autorità competenti.

[41] Si pensi all'ipotesi in cui l'operatore-fornitore della tecnica di comunicazione a distanza non si sia attenuto alle pattuizioni contrattuali, stipulate conformemente alle disposizioni della Direttiva 2002/65 /CE.

[42] L'espressione è stata mutuata da BRAVO F., *Commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori,* Torino, 2002, p. 108.

controllo da parte delle diverse Autorità di vigilanza del mercato finanziario, e ciò, oltre che richiedere una preliminare opera di revisione delle molteplici normative di settore, comporterebbe indubbiamente una "**rivoluzione**" culturale e giuridica profonda: ai fini della tutela di interessi di natura pubblicistica (il valore-risparmio), si verrebbe ad estendere il controllo su soggetti[43] che intervengono nel settore interessato in via indiretta e, dal un punto di vista dell'incontro delle volontà negoziali, del tutto marginale.

Ciò equivarrebbe ad una regolamentazione "trasversale" del mezzo *Internet*, piuttosto che ad un intervento diretto e chiaro sulla materia che ci occupa.

Se da un punto di vista concettuale, l'eventuale **interdipendenza** tra contratti aventi oggetti distinti (la fornitura della tecnica di comunicazione a distanza, nel caso del contratto stipulato tra *provider* ed offerente/intermediario finanziario; la vendita o sottoscrizione di strumenti finanziari o la fornitura di servizi di investimento, nel caso di contratto "passato" tra offerente/intermediario finanziario ed investitore) potrebbe porre le basi teoriche per giustificare un intervento correttivo e/o prescrittivo nei confronti di soggetti non rientranti originariamente nel novero di quelli facenti parte del mercato finanziario, appare, tuttavia, legittima la preoccupazione sulla eventuale possibilità di molteplici e distinti interventi da parte di diverse Autorità di settore, che minaccerebbero, in un'ottica globale, la stessa "sopravvivenza" della rete.

Ogni interesse qualificabile come di interesse pubblico legittimerebbe, infatti, interventi decisionali autonomi.

Per un **effetto moltiplicativo perverso,** si assisterebbe ad una vera e propria "dilatazione" dei poteri di controllo esercitati a vario titolo e grado, con il rischio di aree di sovrapposizione, a discapito del principio di certezza giuridica e di tutela del contraente più debole.

A catena, l'utilizzo della rete risulterebbe, infatti, quanto mai oneroso e fertile terreno per la nascita di conflitti tra distinte Autorità amministrative o di controllo.

L'approccio comunitario non tiene conto di tali possibili effetti deleteri: in mancanza di una seria riflessione sull'opportunità di "regolamentare indirettamente" l'utilizzo di *Internet* nel settore finanziario, le conseguenze di una tale decisione potrebbero essere

[43] Ci si riferisce, come già altrove specificato, ai *providers*.

catastrofiche, fino ad un disincentivo totale rispetto all'impiego della rete a supporto di offerte a distanza di prodotti finanziari e di servizi di investimento.

Un tale potere correttivo ed inibitorio, esercitato attraverso l'"*adozione di misure necessarie*" che poggino su una decisione giudiziaria, su di una decisione emanante da un'autorità amministrativa o da un'autorità di controllo, estenderebbe, infatti, in maniera disorganica il potere di controllo da un punto di vista soggettivo sulla base di un generico interesse allo sviluppo e alla tutela del risparmio, e a prescindere dall'*«appartenenza effettiva»* del soggetto al settore di riferimento.

3.1. *segue:* Il ricorso extragiudiziale.

L'art. 14 della Direttiva n. 2002/65/CE detta disposizioni innovative relativamente agli strumenti extragiudiziali di composizione delle controversie[44].

Accanto ad una funzione esortativa in ordine alla cooperazione che gli organismi responsabili per la composizione extragiudiziale delle controversie dovrebbero porre in essere[45], il primo paragrafo dell'art. 14 assegna ai singoli Stati membri anche compiti e funzioni di promozione per l'«istituzione di adeguate ed efficaci procedure extragiudiziali di reclamo e di ricorso per la composizione di controversie riguardanti i consumatori relative a servizi finanziari forniti a distanza».

Chiaro appare il favore verso lo sviluppo di strumenti di risoluzione delle controversie alternativi a quelli giudiziali, favore che prende le mosse dalla evidente volontà "politica" di restituire vigore al mercato finanziario attraverso l'incremento della fiducia dei consumatori, i cui investimenti, soprattutto quelli effettuati a distanza, sono fortemente disincentivati da perplessità in ordine alla complessità finanziaria del prodotto e soprattutto all'ubicazione

[44] In argomento, cfr. ALPA G., *Il diritto dei consumatori*, Roma - Bari, 1999, p. 399 ss. Per un riferimento specifico ai sistemi alternativi di risoluzione delle controversie *on line*, *si v.* PIERANI M., *La crisi del diritto internazionale privato ed i sistemi alternativi di risoluzione delle controversie on line*, in *Il commmercio elettronico*, a cura di FRANCESCHELLI V., Milano, 2001, p. 591 ss.; PIERANI M. – RUGGERO E. (a cura di), *I sistemi alternativi di risoluzione delle controversie on line*, Milano, 2002; SARZANA DI SANT'IPPOLITO F., *I problemi di giurisdizione e di soluzione delle controversie mediante conciliazione ed arbitrato*, in *Manuale del commercio elettronico*, a cura di TRIPODI E.M. – SANTORO F. – MISSINEO S. con la collaborazione di BUSSETO A., Milano, 2000, p. 555 ss.

[45] Art. 14.2 Direttiva n. 2002/65/CE.

transfrontaliera dell'offerente i prodotti finanziari o i servizi di investimento a distanza.

Tanto più che, nella maggior parte dei casi, è riscontrabile una vistosa sproporzione tra costi e durata del procedimento giudiziale di composizione della lite, da un lato, e valore della controversia, dall'altro lato[46].

Fondata appare, inoltre, la constatazione che le questioni sollevate nell'ambito di operazioni finanziarie poste in essere a distanza presentano, spesso, un'elavata complessità tecnica, tale da far ritenere preferibile l'intervento da parte di un'istanza arbitrale che metta a frutto la competenza specifica di arbitri specializzati.

E tale constatazione non risulta indebolita neanche dalla critica mossa sulla base del presunto carattere "equitativo" delle decisioni arbitrali, preso atto del fatto che in certe decisioni giurisprudenziali gli argomenti fondati sull'equità sembrano avere più peso rispetto a considerazioni di puro diritto positivo e che nella realtà "arbitrale" sembra piuttosto porsi maggiore attenzione al rispetto della volontà delle parti, cosí come materializzata nel negozio giuridico concluso.

La disposizione in argomento é, d'altronde, perfettamente in linea con l'orientamento comunitario, espresso già a partire dal 1998 con la Raccomandazione 1998/257/CE, la quale si é preoccupata di definire alcuni principi[47] per garantire la qualità e serietà della c.d. ADR valutativa[48].

A tale intervento, ha fatto seguito la Raccomandazione n. 2001/310/CE del 4 aprile 2001, che ha sancito i principi di imparzialità, trasparenza, efficacia ed equità per la c.d. ADR conciliativa[49].

Su un piano sostanziale, poi, la Commissione europea ha promosso lo sviluppo di un collegamento in rete dei vari organismi di composizione stragiudiziale delle liti, in modo da consentire non

---

[46] Tale sproporzione è stata evidenziata anche dalla stessa Commissione Europea nel documento dal titolo *Organi extragiudiziali responsabili per la risoluzione delle controversie*, disponibile sul sito *web* http://europa.cu.int .

[47] Si tratta dei principi di: indipendenza; trasparenza; contraddittorio; efficacia; legalità; rappresentanza.

[48] La sigla ADR significa *Alternative dispute resolution*. Si parla di ADR valutativa ogni qual volta, nell'ambito di una procedura extragiudiziale, un terzo prende formalmente posizione su una soluzione determinata.

[49] Si definisce ADR conciliativa la procedura extragiudiziale nella quale il terzo si limiti a meri tentativi di ravvicinamento delle parti, al fine di trovare una soluzione comune, suggerendo eventualmente, in via ufficiosa, la soluzione auspicabile.

solo lo scambio proficuo di informazioni tra gli organismi, ma anche e soprattutto per offrire al consumatore, che si trova ad operare a distanza, la possibilità, per le controversie aventi carattere transazionale, di adire l'organismo estero mediante l'intervento dell'omologo organismo esistente nel proprio Stato di domicilio e/o residenza.

Varata ufficialmente il 16 ottobre 2001, la rete che connette gli organi di risoluzione extragiudiziale delle controversie prende il nome di EEJ-NET *(European Extra-Judicial Network*[50]): essa comprende al suo interno anche la rete FIN-NET, specificamente dedicata alla risoluzione extragiudiziale delle controversie relative al settore finanziario nel suo insieme[51].

Tale ultimo *network è* rivolto alla risoluzione di controversie transfontaliere che possono riguardare servizi collocati in modalità *on-line o off-line.*

La procedura di funzionamento prevede che un ruolo decisivo venga svolto dal «sistema più vicino», vale a dire «l'organo di risoluzione di controversie per il pertinente settore dei servizi finanziari nel Paese di residenza del consumatore»[52].

---

[50] Tale *network* é stato definito come « una struttura di assistenza e di informazione dei consumatori di punti di contatto nazionali ("centri di compensazione" o "*clearing house*"), istituiti in ciascuno degli Stati membri, nonché in Norvegia ed in Islanda. Ogni punto di contatto fa da collegamento per le informazioni ai 400 organi per i quali gli Stati membri hanno considerato che fossero soddisfatti i requisiti di cui alle due raccomandazioni della Commissione relative ai principi applicabili agli organi responsabili per la risoluzione extragiudiziale delle controversie in materia di consumo». (*Libro verde* della Commissione delle Comunità europee del 19 aprile 2002, dedicato "*ai nodi alternativi di risoluzione delle controversie in materia civile e commerciale*").

[51] La creazione di un *network* dedicato alla risoluzione extragiudiziale delle controversie era già stata auspicata nel *Financial Service Act Plan (COM* 1999/232). Attualmente, tale sistema poggia sui principi previsti dalla raccomandazione del 30 marzo 1995: si tratta, pertanto, di un mezzo in grado di generare delle ADRs valutative. Sembra, infatti, da potersi escludere l'impiego di FIN-NET in favore di ADRs conciliative: in tal senso, cfr. *Libro verde* del 19 aprile 2002, nonché il documento della Commissione "*Out-of-court complaints bodies for financial services*", disponibile sul sito *web* http://europa.eu.int. Per ulteriori approfondimenti su FIN-NET, si v. il documento della Commissione "*Financial services: Commission launches out-of court complaints network to improve consumer confidence*", anch'esso disponibile sul sito *web* http://europa.eu.int.

[52] Art. 2 del "*Memorandum d'intesa sull'istituzione di una rete per la risoluzione extragiudiziale delle liti transfrontaliere in materia di servizi finanziari nello Spazio economico europeo*", al quale hanno aderito, per l'Italia, l'Ombudsman Bancario, l'ISPAP e l'ANIA. Semplice dichiarazione di intenti tra le parti, il Memorandum non contiene disposizioni giuridicamente vincolanti, ma mira ad una

Il consumatore si rivolge, infatti, al **sistema più vicino** sia per ottenere informazioni sul **sistema competente** a conoscere le controversie, ubicato nello Stato membro di stabilimento del fornitore, sia affinchè il sistema più vicino provveda a trasmettere la domanda del consumatore all'organismo estero competente.

In merito a siffatta strutturazione, non ci si puó esimere dall'evidenziare la sussistenza di una vera e propria contraddizione, riscontrabile tra la stessa strutturazione del *network* in oggetto e quanto previsto dal Regolamento n. 44/2001 in materia di giudice competente per le liti transfrontaliere in cui una delle parti sia qualificabile quale consumatore: mentre il citato regolamento designa quale foro competente quello del Paese di domicilio del consumatore anche in caso di acquisto effettuato via *Intenet*, il sistema FIN-NET prevede l'accesso da parte del consumatore all'organismo di composizione stragiudiziale della lite del Paese di origine del fornitore, sebbene per mezzo di una *clearing house* domestica[53].

Quali le ragioni di una tale differenza di trattamento? Puó tale disparità incidere sulla scelta del consumatore in merito all'effettuazione di operazioni finanziarie via *Internet*, qualora la parte contrattualmente più forte imponga la stipula di una clausola compromissoria?

Certo la lunghezza e la eccessiva onerosità dei procedimenti possono disincentivare il consumatore ad adire l'autorità giudiziaria competente, benché essa sia quella del proprio Stato di domicilio.

D'altra parte, peró, l'imposizione di una clausola, che deferisca ogni eventuale contenzioso ad un organo stragiudiziale di composizione delle liti, puó dar vita a notevoli perplessità circa l'indipendenza di un organo che risiede nel Paese di stabilimento del fornitore.

Se è vero che FIN-NET fornisce dati e notizie sull'organo estero competente, e che l'equivalenza - organo appartenente al Paese di origine del fornitore uguale minaccia di dipendenza - non presenta alcun fondamento giuridico, ció nondimento é innegabile che, su un piano psicologico, il consumatore potrebbe risentire

---

proficua collaborazione tra le parti aderenti per agevolare la risoluzione extragiudiziale delle controversie transfrontaliere tra consumatori e fornitori di servizi finanziari.

[53] Per considerazioni analoghe a quelle espresse nel testo, cfr. MARTINELLO P. – CRISIGIOVANNI L., *La tutela del consumatore europeo nel cyberspazio*, in I *sistemi alternativi di risoluzione delle controversie on line*, a cura di PIERANI M. – RUGGERO E., Milano, 2002, p. 60.

negativamente una siffatta attribuzione di competenza extragiudiziale, tale da spingerlo a rinunciare alla transazione finanziaria a distanza.

Inoltre, sembrerebbe che FIN-NET finisca per essere uno strumento volto a incrementare il controllo delle imprese sulle *claims* che vengono, cosí, sottratte alla loro naturale sede giudiziaria.

Tuttavia, tali considerazioni muovono dal presupposto che il consumatore sia in grado di comprendere e conoscere perfettamente i meccanismi legali e/o negoziali di attribuzione delle competenze giudiziali e stragiudiziali, il che potrebbe verificarsi solamente in presenza di transazioni finanziarie di una certa entità, per le quali il consumatore si faccia assistere da un professionista legale.

Nella maggior parte dei casi, l'esiguità della transazione non solleva il problema di una conoscenza approfondita delle clausole contrattuali da parte del consumatore, il quale si affida piuttosto al prestigio e alla reputazione dell'intermediario che gli propone l'acquisto o la sottoscrizione di un dato prodotto finanziario.

Per tali ipotesi, le scelte operate a livello legislativo nazionale, comunitario o internazionale, appaiono decisive, non tanto su un piano di incentivo della fiducia del consumatore verso l'utilizzo di tecniche di comunicazione a distanza[54], quanto piuttosto in termini di tutela effettiva dello stesso, la quale, attraverso i *feed - back* prodotti, finirà inevitabilmente per condizionare positivamente o negativamente lo stesso sviluppo del commercio elettronico in genere, e dell'utilizzo della rete nell'offerta a distanza di prodotti e servizi di investimento, in particolare.

In sede di recepimento della Direttiva n. 2002/65/CE, pertanto, gli Stati membri dovranno quantomeno soffermarsi su una serie di questioni giuridiche già evidenziate dalla Commissione europea nel *Libro verde* del 19 aprile 2002[55], partendo da una preliminare riflessione circa il ruolo che sarebbe auspicabile le

---

[54] Di avviso contrario, si v. le opinioni espresse in molte occasioni ufficiali, secondo le quali le ADRs possono contribuire in modo decisivo ad accrescere la fiducia dei consumatori nel commercio elettronico: cfr. Il Consiglio europeo di Vienna nel dicembre 1998; il Consiglio europeo di Tampere nell'ottobre 1999; il Consiglio europeo di Lisbona nel marzo 2000; il Consiglio europeo di Santa Maria da Feira nel giugno 2000; il Consiglio europeo di Bruxelles-Lacken nel dicembre 2001.

[55] Si tratta di questioni inerenti, per esempio, il problema dei termini di prescrizione, la validità dei consensi, la formazione degli arbitri, il loro riconoscimento, il loro regime di responsabilità, e cosí via.

ADRs assumano[56], soprattutto alla luce dei nuovi servizi *on-line* di risoluzione delle controversie (ODR o *Online Dispute Resolution)* in materia di controversie transfrontaliere su *Internet* [57].

4. Il problema della legge applicabile.

Strettamente legato al tema del conflitto di giurisdizione appare il problema della legge applicabile ogni volta che una determinata situazione giuridica puó essere riferita a Stati differenti e che si pone, pertanto, la necessità di scegliere, tra le norme legali di tali Stati, qelle che dovranno applicarsi al rapporto giuridico considerato.

Il carattere transazionale del *cyber*-spazio solleva tale spinosa questione sia con riferimento alla legge applicabile agli intermediari, sia in relazione alla legge applicabile per le operazioni finanziarie realizzate attraverso il mezzo *Internet.*

L'internazionalizzazione dei mercati moltiplica, infatti, le ipotesi in cui una transazione comporta un elemento di estraneità.

Così, per esempio, nel caso in cui un emittente italiano realizzi un collocamento di prodotti finanziari all'estero tramite l'impiego del *net*, oppure quando un investitore nazionale concluda in Italia un contratto di gestione di portafoglio con un intermediario esercitante in libera prestazione di servizi.

Se il conflitto di giurisdizione precede e costituisce un presupposto necessario al conflitto di legge, le soluzioni adottate all'occasione di un conflitto di competenza giurisdizionale non forniscono automaticamente la soluzione al conflitto di legge.

Per tale ragione, appare interessante soffermarsi sul tema in oggetto, onde evidenziare la complessità di tale aspetto che certamente non favorisce, in ambito internazionale, lo sviluppo del commercio elettronico e dei collocamenti internazionali di prodotti finanziari e di servizi di investimento.

---

[56] Sul tema, cfr. le riflessioni di JAEGER L. E DI ROBERT L.A., *Marchés financiers: quel modes alternatifs de règlement des différends pour les europlaces,* effettuate al seminario intitolato *"Comment les arbitres, médiateurs et experts peuvent-ils s'adapter aux évolutions des marchés et répondre aux attente des professionels? »,* in *Bull. Joly Bourse,* marzo - aprile 2001, rispettivamente a p. 128 e a p. 131.

[57] Sotto tale profilo, la Direttiva n. 2000/31/CE, relativa a «taluni aspetti giuridici della società dell'informazione, in particolare il commercio elettronico, nel mercato interno», ha specificato all'art. 17 che gli Stati membri devono provvedere « affinché (...) la loro legislazione non ostacoli l'uso, anche per vie elettroniche adeguate, degli strumenti extragiudiziali delle controversie previsti dal diritto nazionale (...)» .

Di origine giurisprudenziale, le regole di diritto internazionale privato[58] per la risoluzione di un conflitto di legge sono dettate nel rispetto dell'ordine pubblico nazionale: alcune leggi straniere o atti di autorità straniere non trovano, pertanto, applicazione perché confliggenti con alcuni principi considerati come fondamentali; vi sono casi in cui, poi, i principi di ordine pubblico comportano l'inapplicabilità di una legge straniera, benchè quest'ultima sia resa applicabile da una regola di risoluzione di un conflitto di competenza giurisdizionale.

Ovviamente, non è possibile in tale sede indicare le materie che, per ogni differente Stato, possono avere un carattere di ordine pubblico, ma conviene, comunque, sottolineare che le disposizioni relative ai consumatori sono qualificabili, in numerosi ordinamenti nazionali, come aventi un carattere di ordine pubblico.

Nel caso dell'utilizzo di *Internet* per l'offerta a distanza di prodotti e servizi finanziari, tale precisazione é importante, poichè per i litigi che coinvolgono uno o più "fornitori" e uno o più "consumatori" domiciliati in diversi Stati, l'ordine pubblico dello Stato di residenza del o dei consumatori comporterà, nella maggior parte dei casi, l'applicazione della legge di tale ultimo Stato.

Probabilmente, a livello europeo i problemi relativi alla legislazione applicabile tenderanno a minimizzarsi grazie al processo di armonizzazione delle diverse legislazioni di settore degli Stati membri.

Resta, tuttavia, evidente che per le offerte di prodotti finanziari e di servizi di investimento qualificabili come effettuate "fuori dal territorio e dalla giurisdizione europea", il tema conserva tutta la sua rilevanza.

Peraltro, analizzando congiuntamente le disposizioni in merito alla questione della legge applicabile contenute nella Direttiva n. 2002/65/CE del 23 settembre 2002 e quelle della Convenzione di Roma[59] in materia di obbligazioni contrattuali, ci si rende conto che

---

[58] Per un'introduzione al diritto internazionale privato, si v., fra gli altri, BALLARINO T., *Manuale breve di diritto internazionale privato, cit.*; MOSCONI F., *Diritto internazionale privato e processuale. Parte generale e contatti, cit.*

[59] La Convenzione di Roma del 1980 (G.U. C 27, del 26 gennaio 1998) è stata ratificata dal nostro ordinamento con la legge n. 975 del 1984. Essa è inoltre richiamata dall'art. 57 della legge 218 del 1995 (in Suppl. ordinario n. 68, alla G.U. n. 128, del 3 giugno 1995) di riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato, il quale statuisce che «le obbligazioni contrattuali sono in ogni caso regolate dalla Convenzione di Roma del 19 giugno 1980 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali, resa esecutiva con la legge 18 dicembre 1984, n. 975, senza pregiudizio delle altre convenzioni internazionali in

permangono delle aree di "vuoto di tutela" per il consumatore-investitore.

È necessario, pertanto, approfondire tali questioni, anche se limitatamente e funzionalmente ai soli aspetti di nostro interesse.

4.1. *segue:* I criteri della Convenzione di Roma e le previsioni della Direttiva n. 2002/65/CE sulla legge applicabile.

La Convenzione di Roma è informata, com'è noto, al più ampio favore per l'autonomia privata nella scelta della legge applicabile.

Ai sensi dell'art. 3, infatti, «il contratto è regolato dalla legge scelta dalle parti... »[60].

Tale principio conosce, però, un'eccezione in materia di contratti conclusi dai consumatori[61], aventi ad oggetto la fornitura di

---

quanto applicabili». L'art. 57, dunque, opera un rinvio ricettizio o materiale alla normativa convenzionale, che diviene, pertanto, il diritto comune in materia di legge applicabile alle obbligazioni contrattuali: la priorità del regime pattizio sulle norme interne di pari rango si ha in virtù del principio della successione delle leggi nel tempo (*lex posterior derogat legi priori).* Per la letteratura sulla Convenzione di Roma e sulla riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato, si v. VILLANI U., *La convenzione di Roma sulla legge applicabile ai contratti,* Cacucci, Bari, 2000; VITTA E., *La convenzione C.E.E. sulle obbligazioni contrattuali e l'ordinamento italiano,* in *Riv. dir. int. priv. e proc.*, 1981; DI GIOVANNI, *Il contratto concluso mediante computer alla luce della Convenzione di Roma sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali d.l. 19 giugno 1980,* in *Dir. comm. int.*, 1993, p. 581 ss.; CLERICI R. - MOSCONI F. - POCAR F., *Legge di riforma del diritto internazionale privato e testi collegati,* Milano, 2002; FACCI G., *Obbligazioni contrattuali e non contrattuali nella legge di riforma del diritto internazionale privato,* in *Contratto e impresa,* 1998, p. 829 ss.; BOSCHIERO N., *Appunti sulla riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato,* Torino, 1996; BALLARINI T., *Diritto internazionale privato: scatta dal 1° settembre la nuova legge italiana,* in *Informatore Pirola,* 1995, n. 29, p. 3024 ss.; GIARDINI A., *Il nuovo diritto internazionale privato,* in *Notariato,* 1995, n. 5, p. 437.

[60] Prosegue l'art. 3: «La scelta deve essere espressa, o risultare in modo ragionevolmente certo dalle disposizioni del contratto o dalle circostanze. Le parti possono designare la legge applicabile a tutto il contratto, ovvero ad una parte soltanto di esso. (...) *3.* La scelta di una legge straniera ad opera delle parti, accompagnata o non dalla scelta di un tribunale straniero, qualora nel momento della scelta tutti gli altri dati di fatto si riferiscano a un unico paese, non può recare pregiudizio alle norme alle quali la legge di tale paese non consente di derogare per contratto, qui di seguito denominate "disposizioni imperative". *4.* L'esistenza e la validità del consenso delle parti sulla legge applicabile al contratto sono regolate dagli articolo 8, 9 e 11». La clausola di scelta della legge applicabile è soggetta, dunque, ai requisiti di forma previsti dall'art. 9 della Convenzione (salvo il caso dei contratti conclusi dai consumatori [artt. 9.5 e 5 della Convenzione]), vale a dire ai requisiti di forma prescritti dalla legge che ne regola la sostanza (la legge scelta dalle parti) o dalla legge del luogo in cui il contratto viene concluso o, ancora, dalla legge di uno dei due paesi dove le parti che stipulano per via telematica si trovano (art. 9.2 della Convenzione).

beni mobili materiali o di servizi (ivi inclusi quelli finanziari, *lato sensu* intesi), nonché per i contratti destinati al finanziamento di tale fornitura[62].

In mancanza di scelta della legge applicabile, ed in deroga a quanto disposto dall'art. 4 della Convenzione[63], l'articolo 5.3 prevede, infatti, la sottoposizione del contratto alla legge del paese nel quale il consumatore ha la sua residenza abituale[64].

Per tutelare pienamente il consumatore, l'art. 5.2 della citata Convenzione prevede, inoltre, che «*la scelta ad opera delle parti della legge applicabile non può aver per risultato di privare il consumatore della protezione garantitagli dalle disposizioni imperative della legge del paese nel quale risiede abitualmente, se la conclusione del contratto è stata preceduta in tale paese da una proposta specifica o da una pubblicità e se il consumatore ha compiuto nello stesso paese gli atti necessari per la conclusione del contratto, o se l'altra parte o il suo rappresentante ha ricevuto l'ordine del consumatore nel paese di residenza...* » .

Benchè tale disposizione abbia come scopo quello di proteggere il consumatore, essa non risulta di facile applicabilità nell'ipotesi di un'offerta a distanza di prodotti finanziari e servizi di investimento tramite *Internet*.

Le condizioni richieste affinchè si applichi comunque la legge del paese di residenza del consumatore anche in presenza di una scelta convenzionale della medesima sollevano, in

---

[61] Anche nell'ambito della Convenzione di Roma, per consumatore si intende un soggetto che conclude contratti per la fornitura di beni mobili materiali o di servizi per un uso che può considerarsi estraneo alla sua attività professionale. (Cfr., art. 5.1 della Convenzione di Roma).

[62] Art. 5.1 Convenzione di Roma del 19 giugno 1980.

[63] In mancanza di scelta della legge applicabile da parte dei contraenti, il contratto, ai sensi dell'art. 4 della Convenzione, «è regolato dalla legge del paese col quale presenta il collegamento più stretto. Tuttavia, qualora una parte del contratto sia separabile dal resto e presenti un collegamento più stretto con un altro paese, a tale parte del contratto potrà applicarsi, in via eccezionale, la legge di quest'altro paese». Per la determinazione del concetto di "collegamento più stretto", si veda l'art. 4, commi 2, 3, 4, 5 della Convenzione di Roma. In sostanza la legge del "legame più stretto" é quella della residenza abituale, al momento della conclusione del contratto, della parte che deve fornire la prestazione caratteristica; se si tratta di una società, associazione o persona giuridica, si fa riferimento alla sede di amministrazione centrale. Inoltre, «se il contratto è concluso nell'esercizio dell'attività economica o professionale della suddetta parte, il paese da considerare è quello dove è situata la sede principale di detta attività oppure, se a norma del contratto la prestazione deve essere fornita da una sede diversa da quella principale, quella dove è situata questa diversa sede». (Art. 4.2 Convenzione di Roma).

[64] Semprechè, tuttavia, ricorrano le condizioni enunciate al paragrafo 2 dell'art. 5 della Convenzione di Roma.

relazione all'utilizzo di *Internet*, vari problemi interpretativi/applicativi.

Non è, per esempio, possibile determinare se la controparte o il suo rappresentante abbiano ricevuto l'ordine del consumatore nel paese di residenza di quest'ultimo (ultima parte art. 5.2. Convenzione di Roma).

Problemi di interpretazione, inoltre, possono sorgere in merito alla determinazione del luogo di conclusione del contratto[65]: si puó, per esempio, immaginare che il consumatore possa invocare la protezione offertagli dal suo diritto nazionale allorché egli abbia utilizzato nel proprio domicilio lo schermo del proprio computer per realizzare gli atti necessari alla conclusione del contratto.

Tale interpretazione non corrisponde certo allo spirito della Convenzione di Roma, la quale sembra accordare protezione al consumatore solamente quando quest'ultimo non solo abbia compiuto nel proprio paese di residenza gli atti necessari alla conclusione del contratto, ma sia stato anche sollecitato in tal senso dal fornitore (l'art. 5.2. prevede, infatti, che «*la scelta ad opera delle parti della legge applicabile non può aver per risultato di privare il consumatore della protezione garantitagli dalle disposizioni imperative della legge del paese nel quale risiede abitualmente, se la conclusione del contratto è stata preceduta in tale paese da una proposta specifica o da una pubblicità e se il consumatore ha compiuto nello stesso paese gli atti necessari per la conclusione del contratto*»).

Tuttavia, anche volendo rispettare tale condizione, l'applicabilità della disposizione in esame alle operazioni finanziarie realizzate tramite l'impiego di *Internet* non risulta del tutto agevole: non é, infatti, sempre evidente sapere se la conclusione del contratto in linea sia stata preceduta o meno da una attività di promozione o da un'operazione pubblicitaria effettuata per via elettronica.

Due ipotesi sono *a priori* prospettabili:

a) il consumatore ha visitato di propria iniziativa il sito finanziario e ha autonomamente deciso di concludere un contratto, compiendo gli atti a ciò necessari nel paese di propria residenza (sempre che sia possibile stabilire dove tali

[65] Sul punto, cfr. HUET J., *Aspects juridiques du commerce électronique: approche internationale*, in *Petites Affiches*, n° 116, 26 settembre 1997.

atti siano stati compiuti): l'intermediario finanziario ha, in tal caso, un'attitudine passiva e l'operazione non dovrebbe entrare nel campo di applicazione dell'art. 5.2 della Convenzione di Roma, a meno che non si ritenga che, in presenza di una banda pubblicitaria presente nel sito sia soddisfatto il requisito di cui alla prima parte dell'art. 5.2 [66];

b) la conclusione del contratto é stata sollecitata dall'intermediario attraverso, per esempio, l'invio di proposte tramite la posta elettronica: in tale ultimo caso, l'art. 5.2 della Convenzione di Roma entrerebbe in gioco se il consumatore ha compiuto nel proprio paese di residenza gli atti necessari alla conclusione del contratto.

Le situazioni prospettate non rappresentano la totalità delle ipotesi che si possono riscontrare nella realtà, la quale è spesso ben più complessa e strutturata.

Puó accadere, per esempio, che un intermediario predisponga, con l'aiuto di una società di *marketing*, una banda pubblicitaria che appare sull'*home page* di quest'ultima e che rinvii direttamente al sito dell'intermedairio ogniqualvolta il "navigatore", che ha utilizzato un motore di ricerca legato alla società di *marketing*, introduca una parola chiave che evochi uno o più dei servizi offerti dall'intermediario medesimo[67].

In tale ipotesi, la determinazione del carattere attivo o passivo dell'attività svolta dall'intermediario è fonte di dubbi rilevanti, tali da far ritenere che le condizioni stabilite dalla Convenzione di Roma dovranno essere certamente riviste alla luce delle difficoltà prospettate.

Tanto più che la Diretiva n. 2002/65/CE consente agli Stati membri la facoltà di introdurre apposite «misure necessarie affinchè il consumatore non sia privato della tutela assicurata» dalla direttiva medesima «in virtù della scelta della legge di un paese terzo quale legge applicabile al consumatore quando questo contratto presenta uno stretto collegamento con il territorio di uno o più Stati membri»[68].

---

[66] Il risultato interpretativo dipende in effetti da che cosa si intende per pubblicità che precede la conclusione del contratto.

[67] Per una completa descrizione di tale procedura, si rinvia a VERBIEST TH., *Droit international privé et commerce électronique*, in *Juriscom.net*, disponibile sul sito http://www.iuriscom.net/pro/2/ce20010213.htm .

[68] Art. 12, paragrafo 2, direttiva n. 2002/65/CE. Il primo paragrafo sancisce il principio di irrinunciabilità di quei diritti che al consumatore derivano in forza della direttiva medesima, specificandone il carattere inderogabile ed imperativo. La disposizione è diretta ad evitare

La disposizione suscita qualche perplessità, data la sua generica formulazione. Non è, infatti, agevole determinare i criteri ai quali riferirsi per stabilire la sussistenza di "uno stretto collegamento con il territorio di uno o più Stati membri".

Se si applicano i presupposti stabiliti dalla Convenzione di Roma sopra esaminati (conclusione del contratto preceduta nel paese di residenza abituale del consumatore da una proposta specifica o da una pubblicità e compimento da parte del consumatore nello stesso paese degli atti necessari per la conclusione del contratto, oppure ricezione dell'altra parte o di un suo rappresentante dell'ordine del consumatore nel paese di residenza) si ripresentano gli stessi problemi interpretativi ed applicativi messi in luce.

Il principio di "stretto collegamento con il territorio" andrebbe, pertanto, diversamente definito.

Accanto a tali inconvenienti, si osserva che l'eventuale estensione dei citati criteri anche ai rapporti con paesi terzi potrebbe creare forti tensioni a livello internazionale, soprattutto con riferimento al diritto americano, il quale, peraltro, risulta spesso applicabile anche a transazioni realizzate al di là delle frontiere statunitensi.

Inoltre, la dematerializzazione dei prodotti finanziari concorre a rendere ancora più difficile l'identificazione delle regole applicabili all'accordo contrattuale.

In effetti, la molteplicità di iscrizioni in conto, riscontrata nella catena internazionale di certe transazioni, rende incerta la stessa localizzazione degli strumenti finanziari, con la conseguenza che a volte risulta arduo individuare chi ne è proprietario[69].

Quanto poi all'adozione delle "misure necessarie", la direttiva non pone limiti alla libertà degli Stati membri: se da un lato, ció consente un ampio margine di intervento, dall'altro lato, si segnala il pericolo di interventi non coordinati da parte dei diversi Stati comunitari, con il risultato di una frammentazione ulteriore delle garanzie accordate al consumatore nell'ambito del territorio comunitario rispetto ai rapporti con paesi terzi.

---

possibili posizioni di squilibrio che si verrebbero a creare laddove si consentisse al potere negoziale delle parti di vanificare le disposizioni dirette a tutelare il consumatore, che nella direttiva risultano prevalenti.

[69] Su tale tema, cfr. COURET A., *ADR, EDR, nominee, trustee, partnerships, global custodians, etc.*, in *Rev. Soc.*, 1999, p. 555; LANGLET PH. E P. - MARLY G., *La localisation des instruments dématérialisés*, in *Banque et droit*, settembre - ottobre, 2000, p. 3.

Benchè il diritto internazionale privato tradizionale sia applicabile anche al commercio elettronico dei prodotti e servizi finanziari, siamo ben lontani, dunque, da una chiara regolamentazione della materia: saranno probabilmente necessari molteplici interventi non solo a livello comunitario, ma anche e soprattutto a livello internazionale, al fine di definire chiaramente il regime applicabile alle transazioni finanziarie attuate mediante *Internet*, se si vuole al contempo garantirne l'utilizzo massiccio unitamente ad un elevato grado di protezione degli agenti economici ritenuti più deboli, e della integrità dei mercati finanziari.

4.2. L'applicabilità extraterritoriale del diritto finanziario e della giurisdizione statunitense.

Internet come strumento avente diffusione a livello planetario permette, da un punto di vista finanziario, una rilevante interconnessione dei mercati mondiali che, generando una forte tensione sul prezzo delle offerte di strumenti finanziari, concorre alla determinazione di una domanda competitiva, elemento indispensabile al raggiungimento di un livello di efficienza dei mercati, considerato come auspicabile.

Per gli operatori finanziari, la possibilità di offrire grandi volumi di titoli, e di reperire soggetti finanziatori su diversi mercati, rappresenta una spinta all'attuazione di collocamenti internazionali[70], che la rete favorisce attraverso una significativa riduzione dei costi di collocamento.

Come contropartita a tali benefici, però, possono sorgere questioni giuridiche particolarmente delicate, poiché gli operatori sono il più delle volte tenuti ad osservare obblighi previsti da diverse normative locali.

Se a livello europeo si registra, come già visto, una relativa armonizzazione delle discipline, e i conflitti di diritto internazionale sono risolvibili sulla base dei principi della Convenzione di Roma, altrettanto non può affermarsi con riguardo alle normative statunitensi

[70] Sul tema dei collocamenti internazionali, cfr. HOPT K.J., *Le banche nel mercato dei capitali*, Giuffrè, 1995. Con riferimento all'esigenza di un'estesa armonizzazione delle discipline e di una generale convergenza verso i c.d. US *Generally Accept Accounting Principles* (US GAAP) per la valutazione contabile dei patrimoni delle società, e quindi per la valutazione di una OPV, cfr. GRIFFITHS D., *Trends in International Equity Issuance*, in BROWN M. – PALEY A., *Global Offering of Securities: Access to World Equity Capital Markets*, 1994, Graham & Trotman, pp. 4 – 7.

sugli strumenti finanziari: le c.d. *Securities Laws*[71], particolarmente onerose in termini di *regulations*[72] da osservare per attuare una

[71] Con il termine di *Securities Laws* si intendono *il Securities Acts* del 1933 (S.A.) ed *il Securities Exchange Act* del 1934 (S.E.A.), che rappresentano le più importanti normative disciplianti la circolazione di *securities*. Il termine di *security* ingloba diverse fattispecie:
"Investment contract: (...) a contract, transaction or scheme were by a person invests his money in a common enterprise and is let to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party, it being immaterial whiter the shares in the enterprise are evidenced by formal certificates or by nominal interests in the physical assets employed in the enterprise" [S.A., art. 2 (1)].
"Any investment commonly known as security: (...) what distinguishes a security transaction is an investment where one parts with his money in the hope of receiving profits from the efforts of others, and not where he purchases a commodity for personal consumption or living quarters for personal use" [S.E.A., art. 3 (a) (10)].
Per una definizione della categoria delle *securities* in giurisprudenza, cfr. *Supreme Court*, in International Brotherhood of Teamstears v. Daniel, 439 US 551 (1979); id., in Marine Bank v. Weaver, 455 US 551 (1982), ed in Reves v. Ernst &Young, 494 US 56 (1990). Sul punto, si v. LANGEVOORT D.C., *Shoembaum Revisted: Limiting the Scope of Antifraud Protection in an Internationalized Securities Marketplace*, Law and Contemporary Problems, 1992, vol. 55, p. 254.

[72] Il *Securities Act* proibisce il collocamento di valori mobiliari destinati al pubblico americano se esso non é preceduto da un « *enregistrement* » presso la SEC, e se esso non risulta accompagnato dalla distribuzione di un « *prospectus* » contenente informazioni dettagliate sull'emittente, i valori offerti e le condizioni generali di collocamento. Quest'ultimo diviene realizzabile solamente quando la dichiarazione di *enregistrement* sia ritenuta "*effective*" dalla Commissione. Ciò comporta un processo laborioso, lungo e costoso, a meno che non ricorra una delle esenzioni previste dalla diverse normative o regimi esentivi (le c.d. *safe habors*). In particolare, sono previste delle esenzioni per: a) le operazioni di *private placement* (c.d. *unregistered*) effettuate in conformità alle disposizioni di cui all'art. 4 (2) del *Securities Act*, le quali, essendo di minore entità, non comportano l'onere della registrazione, ma sono soggette in ogni caso agli oneri informativi e comportano una forte limitazione nella circolazione dei titoli, che possono essere collocati solo presso investitori istituzionali; questi ultimi si impegnano, a loro volta, a non collocarli presso investitori statunitensi; b) le operazioni di collocamento effettuate in conformità della *Regulation D* dei regolamenti SEC, molto simili a quelle di *private placement*, poiché non devono comportare una sollecitazione al pubblico risparmio; c) le operazioni di collocamento effettuate in conformità alla *Rule 144A*, vale a dire per titoli, diversi da quelli già quotati su di un mercato regolamentato, offerti soltanto a *Qualified Institutional Buyers* che devono essere consapevoli della esenzione dai regolamenti del *Securities Act* ed, inoltre, devono essere congruamente informati sull'operazione. Per potersi qualificare come QIB, il soggetto deve avere investito, senza particolari autorizzazioni, almeno 100 milioni di dollari; qualora trattasi di una banca, essa deve avere inoltre un capitale di almeno 25 milioni di dollari. Ulteriori requisiti sono specificati dalla stessa *Rule 144A*. Per gli scambi effettuati in esenzione secondo la *Rule 144A*, é stato creato dalla *National Association of Securities Dealers* un mercato completamente automatizzato (*Private Offering Resale and Trading through Automated Linkage* o *PORTAL)* accessibile solo ai *QIB* e sul quale gli emittenti stranieri possono rivolgere la propria offerta senza preoccuparsi della qualificazione della controparte. Sul punto, cfr. BARRON R.A., *Some Comments on Sec Rule 144A*, in *Securities Regulation Law Journal*, 1990, vol. 18, p. 401 ss.; JENSEN F., *The Attraction of the US securities markets to foreign issuers and the alternative methods of accessing the US markets: from a legal perspective*, in Symposium, Entering the US

regolare circolazione sul territorio degli Stati Uniti di vari strumenti finanziari, prevedono forti sanzioni, anche di carattere penale, in presenza di irregolarità nel rispetto della disciplina positiva.

Nella prassi internazionale, gli operatori escludono sovente dall'ambito territoriale dell'offerta di titoli i cittadini statunitensi, proprio per evitare la sottoposizione a stringenti ed onerose regole, oltre che per sfuggire ai limiti di diffusione di alcuni strumenti finanziari[73] che sono, invece, del tutto lecitamente "commerciabili" secondo vari ordinamenti europei.

Nell'offerta a distanza di strumenti finanziari tramite *Internet*, l'offerta viene strutturata in modo da escludere il mercato statunitense, sia attraverso l'avvertenza che l'offerta non è diretta a cittadini statunitensi, sia attraverso meccanismi che impediscono l'effettiva adesione da parte di questi ultimi.

Tuttavia, in vari collocamenti internazionali che non presentavano alcun collegamento con il territorio americano, le Corti degli Stati Uniti hanno spesso esteso la sfera di applicabilità delle discipline interne al di fuori dei propri confini nazionali, con il pretesto di tutelare gli interessi degli investitori americani e del mercato finanziario interno[74].

L'applicazione territoriale del *Securities Act*, virtualmente senza limiti[75], presenta una minaccia reale all'utilizzo del mezzo *Internet* per collocamenti che superano i confini nazionali, anche

---

Securities Markets: Opportunities and Risks for foreign Companies, *Fordham International Law Journal*, 1994, vol. 17, S35; TREVINO L.F.M., *Access to US Capital Markets for Foreign Issuers: Rule 144A Private Placement*, in *Houston Journal of International Law*, 1993, vol. 16, p. 175 ss.; KARMEL R.S. – HEAD M.S., *Barriers to foreign issuers entry in US markets*, in *Law & Policy in International Business*, 1993, vol. 24, p. 1224 ss.

[73] Il diritto statunitense vieta, per esempio, la circolazione dei titoli azionari e delle obbligazioni al portatore.

[74] Se è vero che l'ambizione storica del *Securities Act* del 1933 è quella di proteggere la collettività degli investitori americani e dei mercati domestici, non si può negare che essa trova attuazione a detrimento di una concezione rigorosa della territorialità. L'applicazione di una legislazione finanziaria datata degli anni trenta risulta, dunque, particolarmente inadatta alla realtà della mondializzazione finanziaria attuale.

[75] A titolo esemplificativo, la Section 5 del *Securities Act* impone la registrazione e la pubblicità dei collocamenti di valori mobiliari per le offerte pubbliche effettuate nell'US "interstate commerce". La Section 2 (a) (7) del Securities Act specifica che «The term "interstate commerce" means trade or commerce in securities or any transportation or communication relating thereto among the several States or between the District of Columbia or any Territory of the United States and any State or other Territory, or between any foreign country and any State, Territory, or the District of Columbia, or within the District of Columbia». Questa regola è stata estesa ai "*means of interestate commerce*" (come il telefono), il che significa che un numero elevato di transazioni di valori mobiliari possono esservi sottomesse indipendentemente dalla volontà dei loro autori.

perché, nonostante le cautele di cui sopra, risulta estremamente facile violare accidentalmente le disposizioni del *Securities Act*.

Tanto più che sul piano di eventuali responsabilità civili (individuali o "*class-actions*"), penali (*locali e federali*), e/o amministrative (procedure SEC o NASD)[76], gli autori di collocamenti al pubblico risparmio ("*Public Offering*") vi incorrono in caso di semplice negligenza[77], mentre gli autori di collocamenti privati ("*Private Offering o Private Plcement*") vi incorrono solamente in caso di frode[78].

Pertanto, nonostante gli enormi vantaggi legati ad un collocamento presso il pubblico dei risparmiatori effettuato in territorio statunitense[79], nei collocamenti internazionali si è diffusa la prassi di realizzare una sollecitazione al pubblico risparmio nel paese

---

[76] Sui diversi tipi di responsabilità, cfr. FUTTERMAN – JOSH, *Evasion and Flowback in the Regulation S Era: Strengthening US Investor Protection While Promoting US Corporate Offshore Offerings*, in *Fordham International Law Journal*, March, 1995, p. 14 ss.

[77] In effetti, la responsabilità degli emittenti e degli intermediari finanziari può sussistere, ai sensi della *Section* 11 del *Securities Act*, in caso di errore od omissione nel documento soggetto a registrazione e, quindi, limitatamente ai collocamenti "*enregistred*", vale a dire a quelli diretti al pubblico dei risparmiatori. Parimenti, la *Section* 12(a)(2) del *Securities Act*, che prevede la responsabilità in caso di errore od omissione nel *prospectus* o nella comunicazione orale a carico di ogni persona che cede un valore mobiliare, ha trovato applicazione solo con riferimento ai collocamenti presso il pubblico dei risparmiatori (sul punto, si v. Gustafson v. Alloyd Co., 115 S.Ct., 1061, 1995).

[78] Va ricordato, tuttavia, che la responsabilità prevista dalla regola 10b-5 del *Securities Exchange Act* del 1934 si applica a ogni cessione di valori mobiliari, e quindi sia ai collocamenti al pubblico risparmio, sia ai collocamenti privati. Si tratta di una responsabilità per colpa in caso di manovre fraudolente, la cui portata è molto larga. Per maggiori approfondimenti, cfr. San Leandro Emergency Medicall Group Profit Sharing Plan v. Philipp Morris Cos., 75 F. 3d 801, 808 (2d Cir. 1996); Voit v. Wonderware Corp., 977 F.Supp. 363 (E.D.Pa. 1997). Si v., inoltre, WALKER – RICHARD H. – SEYMOUR - GORDON J., *Recent Judicial and Legislative Developments Affecting the Private Securities Fraud Class Action*, in *Arizona Law Review*, 1998, p. 40.

[79] Realizzare un'emissione presso il pubblico dei risparmiatori statunitensi è certamente un mezzo efficace e prestigioso di aumentare il capitale sociale. Al contrario, un collocamento privato comporta tradizionalmente una svalutazione del valore dei titoli, dovuta ad una minore liquidità, e non gode, altresì, del prestigio e dell'esposizione mediatica legata ad un collocamento pubblico seguito da un'introduzione in borsa. (Per ulteriori osservazioni, cfr. JOSPIN – NOE & DANTIN, *Securities Act Registration Process*, in *Understanding the Securities Laws*, Practising Law Institute, 2000). Tuttavia, come si è già detto, realizzare una sollecitazione al pubblico risparmio implica per la società interessata una serie di obblighi, fra cui quello di fornire alle autorità di mercato una descrizione dettagliata della sua struttura, delle sue attività, dei suoi attivi patrimoniali, dei rischi legati alla sottoscrizione di titoli, delle future prospettive commerciali, ecc. Sul punto, si v., per ulteriori approfondimenti, MAILANDER – CHRISTOPHER J., *Searching for Liquidity: United States Exit Strategies For International Private Equity Investment*, in *The American University International Law Review* (Washington College of Law, American University, 1997 (71), p. 22.

di origine della società emittente e di effettuare parallelamente e simultaneamente diversi collocamenti privati in paesi terzi[80]. Tale pratica, pero, non ha impedito ad autorità statunitensi di vario tipo e grado di applicare normative interne a fattispecie materiali realizzatesi integralmente all'estero.

Appare, quindi, opportuno procedere ad un approfondimento sul tema, onde cogliere i pericoli legati all'utilizzo della rete ad ausilio della realizzazione di offerte a distanza transfrontaliere di prodotti finanziari .

4.2.1. *segue:* il principio di stretta territorialità.

Com'è noto, il principio di territorialità è considerato, dal diritto internazionale classico, come il limite fondamentale all'esercizio del potere di giurisdizione. Lo Stato sovrano esercita, infatti, la propria sovranità[81] entro un dato ambito territoriale e nei confronti di una comunità *ivi* collocata, la quale accetta di essere governata da un'istituzione rappresentativa[82] .

Teoricamente, dunque, ogni Stato dovrebbe astenersi dall'esercitare la propria sovranità sul territorio di un altro Stato.

Tuttavia, la crescente internazionalizzazione delle economie e degli scambi internazionali ha dato vita a situazioni nelle quali uno Stato ha interesse a disciplinare fattispecie materiali concretizzatesi al

---

[80] Si veda, per esempio, la comunicazione Unibail del 26 aprile 1999, secondo la quale : «L'émission Unibail fera l'objet d'un placement global sous forme d'une offre au public en France auprès des investisseurs qualifiés et autres personnes morales ou physiques, d'un placement privé aux Etats Unis d'Amérique selon la Règle 144A, et d'un placement privé dans le reste du monde, selon la Régulation S».

[81] Per sovranità si intende, da un lato, il potere dello Stato di emanare le leggi e, dall'altro lato, la capacità da parte del medesimo di assicurarne il rispetto e l'applicazione entro i propri confini nazionali. Il concetto di sovranità si sviluppa, pertanto, su due distinti piani: un momento normativo (*jurisdiction to prescribe*) ed un momento coercitivo (*jurisdiction to enforce)*. Per ulteriori approfondimenti, cfr. CONFORTI B., *Diritto Internazionale,* Napoli, 1987. Va segnalato che la recente dottrina americana *dell'American Law Institute*, con l'emanazione nel 1986 del *Restatement (Third) of Foreign Relation Law* (codificazione di mero valore dottrinale), ha fatto riferimento ad un concetto tripartito, prevedendo, accanto alla *jurisdcition to prescribe* e alla *jurisdiction to enforce*, la *jurisdiction to adjudicate,« i.e. to subject persons or things to the process of its courts or administrative tribunals, whether in civil or in criminal proceedings, whether or not the state is party to the proceedings».* Per la dottrina in argomento, si v. BIANCHI A., *L'applicazione extraterritoriale dei controlli all'esportazione,* Cedam, 1995, p. 112.

[82] MAIER H.G., *Jurisdictional Rules in Customary International Law*, in MEESSEN K.M., *Extraterritorial Jurisdiction* in *Theory and Practice,* Kluwer Law, 1996, p. 65.

di fuori dei propri confini, e sulle quali, spesso, più ordinamenti giuridici vantano pretese giurisdizionali concorrenti.

A nulla valgono, pertanto, le cautele adottate dagli operatori economici, che possono trovarsi sottoposti a molteplici normative locali.

Nel caso dell'utilizzo di *Internet* per l'offerta a distanza di prodotti e servizi finanziari, quanto sopra affermato risulta ancora più palese se si considera che l'impiego della rete rende estremamente arduo individuare i confini territoriali entro cui una determinata fattispecie viene posta in essere: bisogna prendere in considerazione la localizzazione del *server* più prossimo, la localizzazione dei computers utilizzati dall'intermediario finanziario o, in alternativa, la localizzazione dei soggetti oblati?

Si è visto come la Consob abbia fornito al quesito innanzi prospettato una risposta puntuale[83], ritenendo soddisfatto il criterio della territorialità quando l'investitore oblato risiede in territorio italiano. Il luogo di svolgimento dell'attività verrebbe a coincidere, dunque, con quello in cui l'investitore riceve la proposta negoziale, indipendentemente dal fatto che il sito *Web* sia situato materialmente in Italia o all'estero.

La soluzione fornita dall'Autorità di vigilanza italiana coincide con quella elaborata dalla SEC[84], ma ciò non basta ad eliminare i dubbi e le questioni controverse.

---

[83] Si v. § 1 di questo capitolo.

[84] *Securities and Exchange Commission*, Use *of the Internet Web Sites to Offer Securities, Solicit Securities Transactions or Advertise Investment Services Offshore*, in *International Series Release*, n. 1125 del 23 marzo 1998. La SEC, nel definire quando un'offerta telematica non è diretta a delle U.S. persons, ha specificato che: « (...). What constitute adequate measures will depend on all the facts and circumstances of any particular situation. We generally would not consider an offshore Internet offer made by a non U.S. offeror as targeted at the United States, however, if:

- The Web site includes a prominent disclaimer making it clear that the offer is directed only to countries other than the United States. For example, the Web site could state that the securities or services are not being offered in the United States or to U.S. persons, or it could specify those jurisdiction (other than the United States) in which the offer is being made; and
- The Web site offeror implements procedures that are reasonably designed to guard against sales to U.S. persons in the offshore offering. For example, the offeror could ascertain the purchase's residence by obtaining such informations as mailing addresses or telephone numbers (or area code) prior to sale. (...)

These procedures are not exclusive; other procedure that suffice to guard against sales to U.S. persons also can be used to demonstrate that the offer is not targeted at the Unites States. **Regardless of the precautions adopted, however, we would view solicitations that appear by their content to be targeted at U.S. persons as made in the United State. (...)**». (Grassetto aggiunto).

Entrambe le Autorità di mercato richiamate si sono, infatti, riservate la facoltà di valutare il caso concreto[85], tenendo conto di circostanze ulteriori, al fine di sanzionare fattispecie aventi finalità elusive.

Tale intento risulta in linea con la pratica statunitense, e soprattutto con l'indiscusso potere del Congresso americano di promulgare atti legislativi aventi effetti extraterritoriali[86].

Nel corso degli anni, il principio di territorialità ha subito, grazie al continuo intervento della giurisprudenza americana, un forte cambiamento fino allo sviluppo di dottrine ulteriori che hanno consentito alle Corti statunitensi di arrogare alla propria giurisdizione una serie di fattispecie collegate al territorio americano da connessioni materiali perlopiù opinabili.

Appare, pertanto, interessante esaminare brevemente tali dottrine al fine di comprendere come esse possono influire sulle dinamiche internazionali e, soprattutto, sull'impiego del mezzo *Internet* per la realizzazioni di offerte internazionali di strumenti finanziari e di servizi di investimento.

---

[85] Vedi nota precedente, *in fine*.

[86] Com'é noto, la Costituzione americana non limita concretamente i poteri giurisdizionali al territorio degli Stati Uniti. Molteplici normative, pertanto, vengono spesso applicate extraterritorialmente dalle Corti statunitensi. Fra queste, per esempio, lo *Sherman Act* (*Antimonopoly Act*, 15 U.S.C., 26 Stat. 209) in materia *antitrust*. Tali disposizioni sollevano numerose questioni in tema di violazione del principio di non intervento: per la dottrina in argomento, cfr. GARONE G., *Extraterritorialità della jurisdiction statunitense*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1996, p. 557 ss.

4.2.2. *segue*: le varie dottrine in materia di applicazione extraterritoriale della giurisdizione adottate dalle Corti americane.

All'inizio del '900, presso le Corti di giustizia americane era nettamente prevalente l'applicazione della c.d. "Territorialy Doctrine"[87], esaminata succintamente nei paragrafi che precedono.

Nel secondo dopoguerra[88], si è affermata la teoria della "Doctrine of Effect"[89], secondo la quale una Corte è legittimata ad esercitare il potere di giurisdizione su «*acts done outside a jurisdiction but intended to produce and producing detrimental effects within it*».

Sulla base di tale teoria, il verificarsi entro il territorio di uno Stato di effetti pregiudizievoli viene considerato come elemento sufficiente per esercitare il potere di giurisdizione al di fuori del territorio nazionale, seppure i pregiudizi in oggetto siano stati causati dalla consumazione di una condotta svoltasi totalmente all'estero[90].

A partire dagli anni '70, le Corti americane[91], in seguito alle forti reazioni internazionali avverso le pretese extraterritoriali della giurisdizione statunitense, hanno proceduto ad un ridimensionamento delle medesime, attraverso un approccio innovativo: l'azionamento legittimo del potere giurisdizionale è subordinato, infatti, all'esito

---

[87] Tale dottrina venne formulata compiutamente dalla giurisprudenza americana in *American Banana Co. v. United Fruit Co.*, 213 U.S. 347 (1909). Secondo la presunzione di territorialità alla base di tale teoria, la legislazione federale veniva applicata esclusivamente alle condotte avvenute in territorio statunitense.

[88] La rottura con il principio di territorialità venne segnata dalla sentenza della Corte Permanente di Giustizia Internazionale del 7 settembre 1927, *The Lotus* (France v. Turkey), PCIJ, ser. A, n. 10, nella quale la Corte, pur limitatamente all'esercizio della giurisdizione nelle ipotesi di collisioni fra navi in alto mare, pervenne ad ammettere la generale legittimazione all'esercizio del potere di giurisdizione al di fuori dei confini dello Stato di appartenenza.

[89] Si v. la sentenza *U.S.A. v. Aluminium Co. of America*, (Alcoa), 148 F. 2d 416 (2nd Cir. 1945) che cristallizza il principio alla base di tale teoria. La dottrina più volte applicata soprattutto in materia antitrust: si v. Hartford Fire 938 F. 2d 919 934 (9th Circ. 1991).

[90] L'unico limite che uno Stato potrebbe incontrare all'esercizio extraterritoriale della giurisdizione è ravvisabile in un'eventuale espressa proibizione da parte di norme di diritto internazionale: si v., sul punto, MAIER H.G., *op. cit.*, p. 65 ss.

[91] Fondamentale è la sentenza *Timberlane Co. v. Bank of America* 549 F. 2d 597 (9th Cir. 1976), nella quale la Corte d'Appello formulò una lista di sette fattori determinanti per l'adozione della decisione, facendo valere la *jurisdictional rule of reason* quando «*the interests of, and links to, the United States... are sufficiently strong, vis-à-vis those of other nation, to justify an assertion of extraterritorial autorithy*». Sul punto, cfr. la trattazione di NORTON J.J., *Extraterritorial Jurisdition of US Antitrust and Securities Law*, in *International and Comparative Law Quarterly*, 1979, vol. 28, p. 575 ss. ed, in particolare, a p. 583. La citata sentenza venne ripresa e modificata in Mannington Mills, Inc v. Congoleum Corp. 595 F.2d 1287, (3rd Cir. 1979).

positivo di tre *tests* differenti. I primi due *tests*, comuni alla *Doctrine of Effects*, mirano a stabilire se l'attività posta in essere dall'operatore straniero, e derivante da una condotta tenuta al di fuori del territorio statunitense, produca *direct* e *substantial effects* sul commercio nazionale americano; il terzo test è diretto a stabilire, una volta accertati gli effetti sul territorio nazionale, se e quando gli interessi nazionali, posti in rilevanza dalle conseguenze della condotta, siano più forti degli interessi dello Stato cui appartiene la giurisdizione concorrente[92].

Trattasi della c.d. *jurisdictional rule of reason*, intesa come cautela da osservare per evitare conflitti con altri Stati, piuttosto che come norma positiva di diritto internazionale.

Successivamente, con l'adozione del *Restatement (Third) of Foreign Relation Law*[93] nel 1986 da parte dell'*American Law Institute*[94], si è ritenuto legittimo l'esercizio della *jurisdiction to prescribe*[95] oltre confine sulla base di quattro principi:

- territorialità;
- effetto sostanziale entro il territorio dello Stato;
- nazionalità;
- protezione internazionale[96].

La presenza di uno dei suddetti requisiti obbliga[97] il giudice *de quo* a procedere ad un secondo livello di analisi in base ad una lista non esaustiva di fattori[98], che permettono di determinare la

---

[92] La regola è molto vicina a quella del *balancing of interests*, principio formulato già a partire dagli anni cinquanta: cfr. BREWSTER K., *Antitrust and American Business Abroad*, 1958.

[93] Si tratta di una codificazione di mero valore dottrinale.

[94] Trattasi di un istituto di studi giuridici privato, la cui dottrina è ritenuta come la più accreditata negli Stati Uniti.

[95] Per la definizione del concetto di *jurisdiction to prescribe*, si riporta quanto stabilito dal *Restatement (Third) of Foreign Relation Law*, secondo il quale il concetto in oggetto significa «*to make its law applicable to the activities, relations, or status of persons, or the interests of persons in things, whether by legislation, by executive act of order, by administrative rule or regulation of a court*». Per una recente definizione del concetto richiamato, si v. ESTEY W., *The Five Basis of Extraterritorial Jurisdiction and the Failure of Presumption Against Extraterritoriality*, in *Hasting International and Comparative Law Review*, 1997, vol. 21, n. 1, p. 177 ss.

[96] Si v., nello specifico, la *Section 402* del *Restatement (Third) of Foreign Relation Law*.

[97] Non si tratta di un obbligo giuridico, poiché, come già altrove specificato, il *Restatement (Third) of Foreign Relation Law* è un documento avente valore puramente dottrinale. Tuttavia, esso rappresenta la base teorica seguita ampiamente da parte delle Corti americane.

[98] Si v. *La Section 403* del *Restatement (Third) of Foreign Relation Law*.

reasonableness e la *fairness* dell'azionamento del potere di giurisdizione extraterritoriale.

Si noti come venga assegnata ampia discrezionalità all'azione del giudice, il quale, comunque, secondo un principio di *international comity*, dovrebbe rivendicare la propria competenza giurisdizionale solo allorquando lo Stato di appartenenza vanti maggiori interessi sulla fattispecie materiale rispetto a quelli dello Stato concorrente[99].

Peraltro, tale regola è stata più volte disattesa e considerata come non ostativa al normale esercizio del preteso potere di giurisdizione[100].

Nell'ambito dell'applicazione extraterritoriale delle *securities regulations*, poi, il principio del *balancing test* é quasi sempre destituito di rilevanza, in quanto l'esistenza di discipline antifone nella generalità degli ordinamenti giuridici evoluti delegittima la pretesa giurisdizionale extraterritoriale fondata sul presunto interesse nazionale nel caso concreto[101].

Le Corti Americane hanno, comunque, tendenza ad azionare il proprio potere di giurisdizione su fattispecie legate al territorio statunitense da una serie di connessioni materiali[102], sovente modeste o irrilevanti.

---

[99] Peraltro, la presenza di interessi contrapposti non è ostativa all'esercizio della giurisdizione da parte di entrambi gli Stati in conflitto neppure nell'ipotesi in cui le rispettive discipline dispongono in materia in maniera del tutto confliggente. Sul punto, cfr. BORN G.B., *A Reappraisal of the Extraterritorial Reach of US Law*, in *Law and Policy in International Business*, 1992, vol. 24, p. 1 ss. e soprattutto a p. 38.

[100] Si v. Hartford Fire Insurance Co. V. California, (Hartford Fire) 723 F.Supp. 464 (N.D. Ca 1989), 938 F.2d 919 (9th Cir. 1991), 113 S. Ct. 2891 (1993). Per un commento, cfr. ROBERTSON A. – DEMETRIOU M., *But that was in another Country...: the extraterritorial application of US antitrust laws in the US Supreme Court*, in *International and Comparative Law Quarterly*, vol. 43, 1994, p. 417 ss.; LOWENFELD A.F., *Conflict, Balancing of Interests, and the Exercise of Jurisdiction to Prescribe: Reflections on the Insurance Antitrust case*, in *American Journal of International Law*, 1995, vol. 89, p. 42 ss.; STARK C., *Antitrust in the international business environment*, in *International Law and Politics*, 1995, vol. 27, p. 659 ss.; KRAMER L., *Extraterritorial application of American Law after the Insurance Antitrust case*, in *American Journal of International Law*, 1995, vol. 89, p. 750 ss.

[101] Si v., sul punto l'opinione di ROTH P.M., *Reasonable extraterritoriality: correcting the balance of interests*, in *International and Comparative Law Quarterly*, 1992, vol. 41, p. 251 ss.

[102] Per una completa trattazione del concetto di connessione materiale, si v. MANN F.A., *The Doctrine of International Jurisdiction*, 111 Recueil des Cours de l'Académie de Droit International de la Haye, I, 1964, p. 49 ss.; id., The *Doctrine of International Jurisdiction Revisited After Twenty Years*, 186 Recueil des Cours de l'Académie de Droit International de la Haye, II, 1984, p. 15 ss. ; *id., The extremism of American extraterritorial jurisdiction*, in *International and Comparative Law Quarterly*, 1990, vol. 39, p. 410 ss.

È interessante, pertanto, analizzare sommariamente la dottrina e la giurisprudenza americana sviluppatasi relativamente all'applicazione extraterritoriale delle *Securities Laws*, onde poter cogliere il rischio, sopportato dagli operatori economici che offrono a distanza e al pubblico strumenti finanziari tramite *Internet*, di dover essere sottoposti alle normative interne statunitensi, e soprattutto di dover rispondere dinanzi alle Corti Statunitensi per fatto illecito[103].

4.2.3. *segue*: dottrina e giurisprudenza sull'applicazione extraterritoriale delle *Securities Laws*. Conclusioni.

Come si é già visto sopra, la dottrina espressa dal *Restatement (Third) of Foreign Relation Law*, applicata dalla maggior parte delle Corti federali americane, ha individuato quattro elementi (territorialità, effetto sostanziale entro il territorio dello Stato, nazionalità, protezione internazionale) che permettono di giustificare l'applicazione extraterritoriale delle *Securities Laws*[104] e, quindi, della *jurisdiction to prescribe*.

---

[103] Sul punto, cfr. Hopt K.J., op. cit., p. 110-111. Per una più approfondita analisi in tema di qualificazione della responsabilità incorsa da emittenti ed intermediari finanziari nelle operazioni di collocamento al pubblico risparmio, si v. ALPA G., *Circolazione dei valori mobiliari e responsabilità civile degli intermediari*, in *Corr. Giur.*, 1987, n. 11, p. 1200 ss.; CATTANEO, *Recensione a Ferrarini: la responsabilità da prospetto*, in *Quadrimestre*, 1986, p. 429 ss.; EROLI M., *I consorzi di collocamento dei valori mobiliari*, Napoli, 1989; FERRARINI G., *La responsabilità da prospetto delle banche*, in *Banca e borsa*, 1987, I, p. 437 ss.; id., *La responsabilità da prospetto*, in *Quaderni Giur. Comm.*, n. 78, Milano, 1986, id., p. 120 ss.; FERRARINI G., *Investment banking, prospetti falsi e culpa in contrahendo*, nota a commento della sentenza del Trib. Milano, 11 gennaio 198, in *Giur. Comm.*, II, 1988.; id., *Il ruolo e la responsabilità delle banche nel collocamento dei valori mobiliari esteri*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1991, p. 151 ss.; BALZARINI P., *La responsabilità da prospetto*, in *Resp. Civ.*, 1988, p. 775 ss.; JAEGER P.G., *Appunti sulla responsabilità da prospetto*, in *Quadrimestre*, 1986, p. 283 ss.; PORTALE G.B., *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *L'informazione societaria*, Atti del Convegno di Studi, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, Milano, 1982, vol. I, p. 1169 ss.; CRESPI A., *La falsità nel prospetto inviato alla Consob ex art. 18 legge 7 giugno 1974, n. 216*, in *Riv.* Soc., 1989, fasc. 1, p. 1 ss.; ZANOTTI M., *Falsità del prospetto informativo ex art. 18 l. 216/1974 e incriminazioni pertinenti*, nota a Cass., sez. V civ., 9 aprile 1991, n. 226; App. Milano, 30 luglio 1990, in *Banca e borsa*, 1992, fasc. II, pt. 2, p. 158 ss.; PARALUPI A., *Responsabilità civile da prospetto: informazione e danno ingiusto*, in *Riv. Dir. comm.*, 2001, p. 565 ss.; VENTORUZZO M., *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Giuffrè, 2003.

[104] La *Section 416* prevede, infatti, le seguenti fattispecie:

«*Jurisdiction To Regulate Activities Related To Securities*

(1) The United States may generally exercise jurisdiction to prescribe with respect to

(a) (i) any transaction in securities carried out in the United States to which a national or resident of the United Stated is a party, or,

Secondo tale dottrina, l'elemento della territorialità, inteso come svolgimento in territorio statunitense dell'operazione incriminata, è strettamente collegato a quello della cittadinanza o nazionalità dei soggetti coinvolti.

Quest'ultima, concepita dal *Restatement (Third)* soltanto come fattore rilevante, ha assunto, in seguito all'applicazione giurisprudenziale, la qualifica di elemento costitutivo per l'esercizio della giurisdizione extraterritoriale[105].

(ii) any offer to enter into a securities transaction, made in the United States by or to a national or resident of the United States;

(b) any transaction in securities

(i) carried out, or intended to be carried out on an organized securities market in the United States, or

(ii) carried out, or intended to be carried out, predominantly in the United States, although not on an organized securities market;

(c) conduct, regardless of where it occurs, significantly related to a transaction described in Subsection (1)(b), if the conduct has, or is intended to have, a substantial effect in the United States;

(d) conduct occurring predominantly in the United States, that is related to a transaction in securities, even if the transaction takes place outside the United States; or

(e) investment advice or solicitation of proxies or of consents with respect to securities, carried out predominantly in the United States.

(2) Whether the United States may exercise jurisdiction to prescribe with respect to transaction conduct other than those addressed in Subsection (1) depends on whether such exercise of jurisdiction is reasonable in light of § 403, in particular

(a) whether transaction or conduct has, or can reasonably be expected to have, substantial effect on a securities market in the United States for securities of the same issuer or on holding in such securities by United States nationals or residents;

(b) whether representation are made or negotiation are conducted in the United States;

(c) whether the party sought to be subjected to the jurisdiction of the United States is a United States national or residents, or the persons sought to be protected are United States nationals or residents. »

[105] Si veda Leasco Data Processing Equipment Corp. V. Maxwell, (Leasco) 468 F.2d 1326 (2d Cir. 1972), in cui la Corte ha stabilito che, ai fini dell'applicazione extraterritoriale delle *Securities Laws*, il cittadino danneggiato doveva essere necessariamente americano. Si veda, inoltre, Bersh v. Drexel Firestone, (Bersh) 519 F.2d 974 (2nd Cir. 1975), caso nel quale la Corte ha formulato i seguenti criteri:

1. l'applicazione delle *securities laws* è obbligatoria nel caso di perdite connesse a strumenti finanziari venduti a cittadini americani danneggiati che siano residenti negli Stati Uniti, anche quando l'evento dannoso non si sia prodotto entro il territorio americano;
2. la normativa americana si applica anche nei confronti di cittadini americani residenti all'estero danneggiati da atti o omissioni significativi verificatesi su territorio statunitense;
3. la normativa americana non si applica nei casi di danni subiti da stranieri che abbiano acquistato strumenti finanziari fuori dal territorio americano, a meno che i danni non siano conseguenza diretta di atti od omissioni verificatesi su territorio statunitense.

Per la dottrina che si é interessata a tali argomentazioni, cfr. KELLY J.D., *Let there be fraud (abroad): a proposal for a new US jurisprudence with regard to the extraterritorial application of anti-fraud provisions of the 1933 and 1934 securities act*, in *Law and Policy in International Business*, 1998, p. 477 ss.

Ciò significa che il presupposto territoriale della produzione dell'evento dannoso su territorio statunitense non è assunto ad elemento costitutivo ogni qualvolta il danno abbia colpito cittadini americani residenti negli Stati Uniti; qualora trattasi di cittadini americani residenti all'estero, invece, l'evento dannoso deve essere necessariamente collegato al suolo americano da atti od omissioni significativi posti in essere entro il territorio nazionale.

La normativa statunitense non trova applicazione, inoltre, allorché i danni siano subiti da cittadini stranieri che hanno concluso l'operazione finanziaria al di fuori del territorio americano, a meno che alla produzione dell'evento dannoso non abbiano contribuito atti od omissioni tenuti in territorio statunitense[106].

Indipendentemente poi dal luogo di svolgimento dell'attività illegale, e quindi anche quando questa sia svolta all'estero, il potere di giurisdizione può essere legittimamente azionato extraterritorialmente nell'ipotesi in cui si verifichino effetti rilevanti (*substantial effets*) entro il territorio degli Stati Uniti[107].

La determinazione di tali *substantial effets* non è agevole: non esiste, infatti, una definizione precisa del concetto richiamato.

Di conseguenza, per gli operatori internazionali non è facile determinare dove e se si realizzeranno effetti legati alla loro condotta, ritenuta eventualmente illecita, nonché prevedere se gli Stati Uniti potranno avanzare legittimamente la loro pretesa giurisdizionale e, quindi, di riflesso, se l'ordinamento statunitense potrà attrarre sotto la propria disciplina la fattispecie materiale posta in essere[108].

---

[106] I criteri richiamati non sono stati presi in considerazione nella sentenza IIT v. Vencap, Ltd., (*Vencap*) 519 F.2d 1001, 1017 (2nd Cir. 1975), nella quale la Corte ha formulato la sua decisione con esclusivo riferimento a criteri territoriali, indipendentemente dalla nazionalità dei soggetti lesi e dei soggetti coinvolti.

[107] Si veda il par. e della *Section 416* del *Restatement (Third) of Foreign Relation Law* (*supra*, nota n. 34). Il criterio dell'*effect test* è stato applicato per la prima volta in Shoenbaum v. Firstbrook, (*Shoenbaum*) 405 F.2d 200 (2nd Cir. 1968), in cui la Corte ha specificato che: «*We believe that Congress intended the Exchange Act to have extraterritorial application in order to protect domestic investors who have purchased foreign securities on American exchange and protect the domestic securities market from the effects of improper foreign transactions in American securities*». Estese, così, le *anti-fraud provisions* ai casi in cui cittadini americani abbiano acquistato titoli stranieri sui mercati interni o ai casi in cui siano stati compiuti all'estero atti illeciti su titoli americani, la Corte ha, altresì, aggiunto che le norme richiamate trovano applicazione ogni qualvolta questo non sia esplicitamente escluso.

[108] Si v., a titolo esemplificativo, il caso Consolidated Gold Field PLC v. Minorco SA, (Minorco) 698 F. Supp. 487 (S.D.N.Y. 1988); 713 F.supp. 1457 (S.D.N.Y. 1989); 871 F.2d 252 (2nd Cir. 1989), in cui si verifica una palese interferenza del diritto americano con il sistema giuridico Britannico. Per un commento a tale sentenza, si v. COVEY W.R., *The*

A ciò si aggiunga il dettato del par. d della *section 416* del più volte richiamato *Restatement (Third)*[109], secondo il quale le *regulations* in materia di *securities* si possono applicare extraterritorialmente allorquando la condotta, legata ad una operazione su strumenti finanziari, sia avvenuta *prevalentemente* sul territorio statunitense, nonostante il fatto che l'operazione sia stata conclusa all'estero[110].

Il criterio della prevalenza, secondo l'interpretazione giurisprudenziale, è soddisfatto anche quando soltanto parte della condotta abbia avuto luogo entro il territorio statunitense, purché la stessa presenti un **nesso causale sostanziale** con la produzione dell'evento, considerato come illecito[111].

Così formulata, tale teoria presenta un grave inconveniente, poiché la determinazione della presenza di un nesso causale sostanziale è rimesso alla discrezionalità delle differenti corti giudicanti.

Non a caso, infatti, si registrano sentenze nelle quali al requisito in questione è stato attribuito il significato di **causa diretta**[112], e sentenze nelle quali, al contrario, viene avocata la giurisdizione in base alla sola produzione su territorio statunitense di **atti meramente preparatori alla perpetrazione di un fatto illecito**[113] (consistente nella violazione o non applicazione delle

---

Extraterritorial Application of US Securities Laws in International Equities Markets, in *Fordham International Law Journal*, 1991, vol. 14, p. 240 ss.

[109] Cfr. *supra*, nota n. 104.

[110] Già nella sentenza relativa al caso Leasco Data Processing Equipment Corp. V. Maxwell, (Leasco) 468 F.2d 1326 (2d Cir. 1972), venne applicato il criterio c.d. del *conduct test*. Sebbene soltanto parte degli illeciti avesse avuto luogo nel territorio americano (tramite telefonate e trasmissione di documenti ufficiali), e l'accordo definitivo fosse stato stipulato a Londra, la Corte ritenne sufficiente a legittimare l'esercizio extraterritoriale del potere di giurisdizione la porzione di condotta consumata in territorio nazionale. A tal fine, però, venne, altresì, specificato che la condotta in oggetto doveva presentare con la consumazione dell'evento illecito un nesso causale sostanziale (*essential link*).

[111] Vedi nota precedente.

[112] Caso IIT v. Vencap, Ltd., (*Vencap*) 519 F.2d 1001, 1017 (2nd Cir. 1975), nel quale la Corte ha distinto gli atti meramente preparatori alla perpetrazione di un illecito, dai veri e propri atti illeciti. Soltanto la consumazione di questi ultimi in territorio statunitense legittimerebbe, ad avviso della Corte, l'esercizio extraterritoriale del potere di giurisdizione. Dello stesso avviso, si v. Zoelsch v. Arthur Andersen 824 F.2d 27 (D.C. Cir. 1987).

[113] Continental Grain v. Pacific Oilseeds, Inc., 592 F.2d 409 (8th Cir. 1979), in cui è stato ritenuto sufficiente, al fine di giustificare l'esercizio extraterritoriale del potere di giurisdizione, il fatto che almeno parte della condotta sia stata svolta entro il territorio statunitense. Si vedano, inoltre, Gruenthal GmbH v. Hotz 712 F.2d 421 (9th Cir. 1983), in

Securities Regulations), vale a dire anche quando condotte, pur marginali rispetto alla consumazione dell'illecito nel suo insieme e non direttamente causa di perdite, abbiano trovato svolgimento entro il territorio americano.

Peraltro, non sono mancate sentenze nelle quali si è proceduto ad un'applicazione "combinata" dell'*effect test* e del *conduct test*, i cui risultati, presi singolarmente non giustificavano affatto la pretesa giurisdizionale extraterritoriale, ma che mescolati tra di loro hanno in qualche modo consentito l'esercizio del potere di giurisdizione da parte delle Corti americane[114].

L'applicazione extraterritoriale delle *Securities Regulations*, quindi, è stata ed è tuttora suffragata da diverse ipotesi dottrinali e, soprattutto, da una disinvolta applicazione giurisprudenziale delle medesime.

Tale orientamento non favorisce certo lo sviluppo del mercato globale, e rappresenta per gli operatori economici un freno all'attuazione di offerte di strumenti finanziari verso risparmiatori o mercati statunitensi.

Se è vero che gli attori economici possono congegnare la loro offerta in modo da ricadere in una delle ipotesi c.d. di *Safe Harbor* [115],

---

cui, ai fini dell'applicazione extraterritoriale della giurisdizione americana, è stato ritenuto sufficiente un unico incontro tra le parti, svoltosi sul suolo americano; Alfadda v. Fenn, (Alfadda) 751 F.Supp 1114, 1115 (S.D.N.Y. 1990); 935 F.2d 475 (2nd Cir. 1991); 112 S. Ct. 638 (1991), in cui sono stati presi in considerazione, ai fini dell'applicazione extraterritoriale della giurisdizione americana, negoziazioni, telefonate, invio di telex, atti, cioè, meramente strumentali alla condotta ritenuta come illecita.

[114] Si v. la sentenza Iotoba Limited v. Lep Group PLC, (Iotoba) 54 F.3d 118 (2nd Cir. 1995), cert. Denied, 116 S.Ct. 703 (1996).

[115] Si tratta, come già visto, di esenzioni legali all'applicazione extraterritoriale del *Securities Act*: si vedano, a titolo esemplificativo, la *Rule 144*, riguardante il regime restrittivo delle rivendite pubbliche che permette di evitare la qualificazione delle stesse in termini di «Public Offering»; la *Regulation S* (adottata dalla SEC nel 1990 ed emendata nel 1998) che permette di considerare, a certe condizioni, alcune transazioni come realizzate fuori dagli Stati Uniti; la *Regulation D* che chiarifica quando un collocamento di valori mobiliari può essere ritenuto come "privato". Per la dottrina in argomento, cfr. JORDAN – JON B., *Regulation S and Offshore Capital: Will the New Amendments Rid the Safe Harbor of Pirate?*, in *Journal of International Law and Business*, Northwestern School of Law, Fall 1998, p. 3 ss.; HOGAN – ADELE N., *Reg. S and Rule 144A Offerings*. In : *Doing Deals 2001: Understanding the Nuts and Bolts of Transactional Practise*, Practising Law Institute, 2001; HOFFMAN – JEFFRY S., *Regulation S*, in *Understanding the Securities Law*, Practising Law Institute, 1999, p. 351 ss.; LOO - THOMAS S., *Securities Act Registration Exemption. Understanding the Securities Laws 2000*, Practising Law Institute, 2000; BLOOMENTHAL – HAROLD S., *Securities Law Handbook*, vol. I, West Group, 2001 Edition, p. 472 ss. Per ampi approfondimenti sul tema e per ulteriori richiami bibliografici, si v. COUSIN A. – ALBERT J., *Valeurs mobilières sans frontières? Le droit américain et les transactions*

altrettanto innegabile risulta, peró, il fatto che le violazioni accidentali del *Securities Act* sono estremamente facilitate dalla incertezza dei concetti propri al diritto americano[116].

Inoltre, le diverse "esenzioni"al *Securities Act* non trovano applicazione per le ipotesi di "transazioni fraudolente", nè per quelle che mirano ad eludere le esigenze di registrazione e di pubblicità del *Securities Act.* Una transazione realizzata *offshore* può, dunque, contravvenire alle disposizioni del *Securities Act* malgrado la sua apparente legalità e la sua conformità, per esempio, all'esenzione di cui alla *Regulation S.*

Tale principio generale é abbastanza vasto per permettere alla SEC di adottare misure disciplinari ogni qualvolta essa ritenga violate le disposizioni di cui al *Securities Act.*

L'uso esuberante dei poteri regolamentari da parte di tale Autorità, unitamente a quello giurisdizionale delle Corti americane, rende estremamente incerto il quadro normativo a livello internazionale, tale da porre seri pregiudizi allo sviluppo dei collocamenti internazionali e soprattutto di quelli, oggetto del nostro studio, effettuati tramite *Internet.*

La rete, infatti, offre maggiori appigli per potere giustificare un'applicazione extraterritoriale del diritto finanziario americano: i problemi legati all'individuazione della precisa localizzazione dell'attività di offerta a distanza telematica si prestano ad essere risolti in maniera funzionale agli interessi locali dei diversi Stati federali.

Nonostante il fatto che l'offerta sia strutturata in maniera da escludere dai soggetti oblati i cittadini americani, dunque, non è possibile prevedere se la SEC si arrogherà il potere di comminare sanzioni disciplinari sulla base di presunti effetti negativi in territorio americano, derivanti da una condotta svoltasi materialmente all'estero o, ancora, sulla base di una porzione di condotta materializzatasi sul territorio statunitense.

Appare, pertanto, necessario uno sforzo di coordinamento tra le discipline relative al mercato finanziario "europeo" e a quello statunitense, onde addivenire alla predisposizione di procedure di consultazione preventiva per evitare l'utilizzo del tutto discrezionale di poteri giurisdizionali od autoritativi da parte di un solo Stato.

---

internationales de valeurs mobilières, in *Rev. Droit bancaire et financier,* n. 3, 2001, p. 190 ss.

[116] La definizione dei termini di «*Public Offering*», «*Distribution*» e di «*Underwriter*» costituisce, infatti, una delle questioni più complesse poste dal diritto americano.

Così come avviene nel commercio internazionale, sarebbe, quindi, auspicabile la creazione di un organismo neutro al quale deferire ogni controversia giurisdizionale in materia di pretese concorrenti, relative all'applicazione di diverse o contrastanti discipline finanziarie.

Gli operatori economici potrebbero avvalersi dell'attività di tale "foro internazionale", ponendo quesiti e richiedendo pareri su specifiche fattispecie.

Tanto più che, in ipotesi di offerta telematica, proprio la rete potrebbe essere utilizzata al fine di una consultazione preventiva che non sarebbe fonte di aggravio di costi, e che limiterebbe, inoltre, gli eventuali ritardi che si risconterebbero ove si avviasse un processo comunicativo di tipo tradizionale.

Conclusioni

1. L'offerta a distanza come specie dell'offerta fuori sede: una scelta criticabile.

Dall'analisi compiuta nella prima parte del presente lavoro emerge chiaramente che le modalità prescelte, e confermate dal legislatore con l'adozione del TUF, al fine di disciplinare la fattispecie dell'offerta a distanza sono concettualmente criticabili.

L'offerta a distanza, che si caratterizza per la spersonalizzazione del contatto e per l'uso di tecniche di comunicazione a distanza, presenta peculiarità tali rispetto alla fattispecie dell'offerta fuori sede, da richiedere una regolamentazione autonoma e non un generico rinvio alle norme in tema di offerta fuori sede.

Sebbene i principi che presiedono alla regolamentazione di quest'ultimo istituto giuridico siano validi anche per l'offerta a distanza, è innegabile che le particolari modalità operative della medesima, minacciando il concreto rispetto delle norme proprie dell'offerta fuori sede e di quelle di dettaglio, spingono l'Autorità di vigilanza del mercato ad un intervento sempre più marcato e, per certi versi, invasivo.

Le molteplici comunicazioni, per mezzo delle quali la Consob ha inteso chiarire i dubbi cui una "farraginosa" disciplina ha dato vita, testimoniano la "dilatazione" degli originari limiti propri alla potestà regolamentare attribuita alla Consob dalla norma delegante (art. 30 TUF).

Trattasi di un processo inevitabile ed in continua evoluzione che, lungi dal costituire un intervento pianificato e riflettuto, si configura piuttosto come un'azione "contingente di riparazione/prevenzione" dei danni prodotti o eventuali, che gli investitori internauti subiscono o potrebbero subire.

L'intervento su singoli casi particolari dimostra l'incapacità di gestire una realtà complessa e giuridicamente incerta, qual è quella che si è delineata grazie all'avvento di *Internet*, ed al suo utilizzo anche in campo finanziario.

Gli interessi in gioco sono estremamente rilevanti, poiché non afferiscono solamente alla sfera privata, ma riguardano valori di rilevanza pubblicistica, quali la tutela del risparmio e la trasparenza-integrità dei mercati finanziari.

Di fronte al pericolo di una "lesione" di tali valori, l'intervento Consob, benché a volte incoerente, è in parte giustificabile alla luce della concreta esigenza di proteggere gli investitori ed il mercato contro un uso "criminale o illegittimo" del mezzo *Internet* per fini delittuosi o fraudolenti[1].

Tale azione, però, oltre ad essere parzialmente ostacolata dalla qualificazione dell'offerta a distanza quale "specie" del "genere" offerta fuori sede, risulta di difficile implementazione in ragione della dimensione mondiale che l'utilizzo della rete conferisce alla fattispecie.

Il che, se da un lato impone una riflessione sulla internazionalizzazione dei mercati e l'esigenza di uno stretto coordinamento delle azioni condotte dalle diverse Autorità di vigilanza, dall'altro lato presuppone un'analisi dei vantaggi e dei costi che l'impiego di *Internet* offre e/o provoca.

Solo una valutazione comparata di tali aspetti alternativi e contrastanti può indicare le priorità da perseguire ed i punti chiave sui quali i *regulators* dovrebbero focalizzare la propria attenzione immediatamente, o in un prossimo futuro.

2. *Internet*: opportunità e minacce per l'offerta a distanza di prodotti finanziari e di servizi di investimento.

Il mondo del "virtuale" favorisce il processo di internazionalizzazione e dematerializzazione[2] dei flussi finanziari: questi ultimi interessano ordinamenti giuridici diversi, con norme non sempre omogenee, e circolano per canali telematici attraverso mere scritture contabili, senza materiali spostamenti di denaro.

---

[1] Sul tema degli illeciti penali realizzabili attraverso la rete, si v. BUFFA F., *Internet e criminalità. Finanza telematica off shore.* Milano, 2001.

[2] La circolazione transfrontaliera dei prodotti finanziari è, infatti, del tutto smaterializzata. Esistono ipotesi di titoli cartacei depositati in gestione accentrata, la cui circolazione avviene informaticamente. In altre fattispecie, invece, la stessa emissione dei titoli è dematerializzata, e gli stessi assumono una consistenza virtuale: così in Italia, ad esempio, per i titoli del debito pubblico. Si è, dunque, passati dalla cartula al possesso mediato di titoli immateriali virtuali, ove la legittimazione all'esercizio dei diritti ad essi connessi si determina in base alle risultanze delle scritture contabili. Sul problema dell'incidenza della smaterializzazione degli strumenti finanziari sull'effettiva esecuzione dello scambio, si v. STELLA RICHTER JR., *Prime osservazioni su intermediazione finanziaria e internet*, in *Dir. dell'inf. e dell'informatica*, 2000, p. 435 ss. Sul tema dei rapporti telematici tra investitore e intermediario, si veda l'esame di Directa sim e Fineco on line, primi casi italiani di sim on line, in BRACCHI G. – FRANCALANCI C. – GIORGINO M., *Internet banking: tecnologia, organizzazione e valutazioni economiche*, Egea, 2000, p. 91.

Ciò offre agli intermediari finanziari, come già visto, la moltiplicazione dei canali di distribuzione e dei supporti promozionali, l'estensione del perimetro geografico di attività, nonché lo sviluppo di servizi a più forte valore aggiunto[3].

L' "evaporazione" delle distanze e la forte diminuzione degli intervalli temporali nei processi di negoziazione permettono, infatti, l'abbattimento delle barriere tra ordinamenti, e consentono agli operatori economici di sfruttare le diversità esistenti fra questi ultimi, operando nei paesi con i regimi più favorevoli.

Nuovi *competitors* si affacciano, dunque, sul mercato per offrire prodotti finanziari e servizi di investimento[4] in rete attraverso nuove modalità di fruizione, che si caratterizzano per la elevata rapidità e flessibilità[5].

Se alcune realtà sono più al passo con i tempi di altre[6], la rete sta progressivamente conquistando il mercato mobiliare, dando vita a quel processo che si definisce comunemente come "globalizzazione dei mercati".

A livello teorico, l'accresciuta concorrenza attraverso l'attività di offerta a distanza dovrebbe contribuire alla formazione di prezzi più efficienti e, quindi, incidere positivamente sull'equilibrio economico generale.

Dal punto di vista degli investitori, poi, la diminuzione dei costi di transazione e di intermediazione di alcune operazioni dovrebbe favorire investimenti più massicci e più "adeguati" ai profili di rischio di ciascun risparmiatore.

---

[3] Per un'analisi ulteriore di tali aspetti, cfr; TAPIA J.C. – PINTO I., *Donner confiance aux client*, in *Banque magazine*, supplément au n° 628, septembre 2001, p. 19-20.

[4] I prodotti finanziari, completamente dematerializzati, si prestano, infatti, ad un'offerta sul *net*. I servizi di investimento entrano in un'altra categoria. Le banche tradizionali offrono una gamma completa di servizi che va dal collocamento sul mercato primario alla conservazione dei titoli. Così, finché i *discount brokers* non potranno offrire la totalità dei servizi offerti dalla banche tradizionali, ed in particolare l'attività di collocamento e di consulenza, gli istituti di credito non saranno direttamente minacciati nella loro quota di mercato. E quando Bill Gates dice: «*give me a slice of the payments industry and bank are history*», non è certo che lo stesso possa pervenire a tale risultato così rapidamente come egli lascerebbe intendere.

[5] Per la definizione delle strategie competitive e distributive dei "cyberintermediari", si v. BRACCHI G. – FRANCALANCI C. – GIORGINO M., *Internet Banking, cit.*, p. 33; STECCO M., *Il commercio elettronico: verso nuovi rapporti tra imprese e mercati*, a cura di SCOTT W. G. – MURTULA M.– STECCO M., Isedi, 1999, p. 101 ss.

[6] Ci si riferisce alla realtà americana, nella quale il *trading on line* ha conosciuto uno sviluppo notevole: in tal senso, cfr. DAINESI E., *Netbanking: banche e utenti dialogano su Internet*, Apogeo, 1999, p. 140 ss.

Inoltre, parallelamente alla soppressione delle barriere all'entrata sul mercato dei capitali a favore dei distinti operatori economici, *Internet* dovrebbe permettere, altresì, l'esplosione delle barriere all'uscita, che gli intermediari tradizionali avevano instaurato per conservare la loro clientela.

Primordiale, a fini competitivi, appare anche la "modalità di messa a disposizione" dell'offerta, accanto alla sua pertinenza rispetto alle esigenze degli investitori[7].

Ed *Internet* consente di rendere "disponibile" l'offerta con una facilità di accesso che non può essere garantita con i mezzi di contrattazione tradizionali.

Accanto a tali opportunità, però, si è segnalato anche che la rete è fonte di rischi non sottovalutabili, che richiedono una più intensa supervisione da parte delle Autorità di controllo del mercato[8].

Oltre ai rischi dovuti agli eventuali malfunzionamenti del *net* e ai connessi **rischi di perdita di reputazione**, esiste il **"rischio legale"** per la eterogeneità e l'inadeguatezza dei vari assetti normativi nazionali rispetto all'offerta a distanza che presenti carattere transfrontaliero[9].

Tali profili, soprattutto quelli legati alla determinazione del foro competente e della legge applicabile, da noi esaminati al capitolo V del presente lavoro, minacciano concretamente la tutela del risparmio, poiché incidono sulla sicurezza giuridica, che non è affatto garantita in presenza di ipotesi che sembrerebbero delineare "aree di vuoto normativo".

Al di là del carattere transazionale e dei problemi ad esso relativi, poi, l'aspetto connesso all'informazione, che nell'offerta a distanza dovrebbe essere fornita con il rispetto dei medesimi principi propri all'offerta fuori sede, suscita nuove e più complesse questioni, da noi sintetizzate attraverso l'espressione della **"ridondanza delle**

---

[7] Per una ulteriore riflessione sulle modalità di « messa a disposizione dell'offerta », si v. ARTIGOUHA C., *Internet et la bourse*, in *Banque Stratégie*, n° 160, mai 1999, p. 16.

[8] Per i vari aspetti dell'attività di vigilanza, si v. FINOCCHIARO G., *Innovazione tecnologica nei sistemi finanziari e attività di supervisione delle banche centrali*, in *Internet Banking. Tecnologia, economia e diritto*, a cura di RIOLO F. – MASCIANDARO D., Quinto rapporto della Fondazione Rosselli, Edibank, 2000, p. 303 ss.

[9] Al fine di gestire i problemi connessi alle eterogeneità normative, sono stati creati vari gruppi internazionali per coordinare gli interventi delle distinte autorità di vigilanza: il *Basle Committee* per la vigilanza bancaria (1972), il *Committe on Payment and Settlement system* (1992), il *Financial stability Forum* (1999). Tali organismi svolgono un'attività di supervisione che ha ad oggetto prevalentemente la promozione dell'efficienza nei meccanismi di formazione dei prezzi e di allocazione del risparmio, la salvaguardia del sistema finanziario e la tutela dell'investitore.

informazioni", e mediante il concetto di "**accrescimento delle asimmetrie informative**".

In quel conteso, si è fatto riferimento esclusivamente ad un'asimmetria che si insinuava nel rapporto tra intermediario ed investitore, ma non deve essere trascurata l'asimmetria informativa che, attraverso l'utilizzo di *Internet*, può essere perpetrata tra gli investitori medesimi, e che costituisce un vero e proprio **rischio sistemico**.

Se è vero che l'impiego di *Internet* permette di rendere l'informazione accessibile ad un più elevato numero di soggetti, ciò avviene a condizione di disporre delle possibilità di connessione, il che sembra provocare una segregazione fra investitori.

Si può pensare di essere in presenza di un falso problema, nella misura in cui esiste già una segmentazione di pubblico tra analisti finanziari, investitori professionali e la comunità dei "semplici investitori".

A ciò si aggiunga il fatto che alcuni siti danno accesso, attraverso la presenza di *link* di collegamento, a siti riservati ad una particolare categoria di soggetti, che fruisce dell'informazione grazie ad un codice confidenziale.

Da un certo punto di vista, però, *Internet* non fa che accrescere, in materia di accesso all'informazione, la disparità di trattamento tra investitori.

D'altra parte, però, la crescita dei siti informativi o promozionali costituisce un vettore di diffusione dell'informazione medesima e rinforza, di conseguenza, la trasparenza, contribuendo ad accrescere l'efficienza dei mercati.

In tali condizioni, allorché gli effetti contraddittori connessi all'uso di *Internet* sono comparati, si può pensare che a lungo termine la rete favorirà un processo di uniformizzazione dei comportamenti e delle caratteristiche degli operatori finanziari, il che costituirebbe, in ultima analisi, la migliore protezione del risparmio, sempre che ulteriori condizioni risultino soddisfatte.

3. *Internet* nell'offerta a distanza di prodotti finanziari e servizi di investimento: problemi di coordinamento con ulteriori e distinte discipline di settore.

La complessità connessa alla disciplina dell'offerta telematica deriva e si spiega in gran parte attraverso le peculiarità del mezzo impiegato, le quali incidono anche sulle discipline ulteriori che

trovano applicazione con riferimento alla fattispecie dell'offerta a distanza.

Mancando a monte una riflessione sistematica, si è osservato come i *regulators* hanno interpretato le diverse normative connesse al tema dell'offerta a distanza (firma digitale, *privacy*, disciplina antiriciclaggio) in maniera funzionale al perseguimento degli obiettivi prefissati.

Il più delle volte, tale "interpretazione disinvolta" non ha sollevato particolari problemi, ma allorquando ciò è accaduto, non si è potuto fare a meno di constatare la deriva verso situazioni di "contrarietà alla legge", create da un'interpretazione autonoma e contrastante della *ratio* e dei principi regolatori della normativa di riferimento.

Nello specifico, le osservazioni mosse in merito all'interpretazione della disciplina sulla firma digitale e su quella della *privacy* hanno dimostrato l' "illogicità" cui conduce un mancato coordinamento tra Autorità di controllo dei vari settori economico-giuridici.

La Consob, lungi dal preoccuparsi delle ripercussioni a livello di coerenza del sistema normativo nel suo complesso, ha, infatti, fornito soluzioni interpretative contrarie allo spirito e ai precetti delle disposizioni legislative richiamate.

Un siffatto intervento, benché in parte giustificabile se si tiene conto del ritmo con cui si modificano le fattispecie materiali in seguito all'innovazione tecnologica, non può essere approvato, né sostenuto.

Se si vuole che *Internet* produca risultati positivi a lungo termine, anche nel settore finanziario è necessario un coordinamento dell'attività delle distinte Autorità di settore.

A livello nazionale, ciò costituisce un primo passo per favorire l'impiego della rete nell'offerta a distanza di prodotti finanziari e di servizi di investimento.

Non ci si può certo proiettare in una dimensione globale se non si risolvono dapprima i problemi che si incontrano a livello di disciplina nazionale, atteso che l'accresciuta competitività non elimina dal mercato solo gli operatori marginali, ma anche quei Paesi/ordinamenti giuridici la cui disciplina, per le incoerenze registrate, non garantisce appieno la tutela e la sicurezza giuridica dell'investitore.

4. *Internet* ed offerta a distanza: l'internazionalizzazione dei mercati, i problemi connessi ed il ruolo delle Autorità di controllo del mercato.

La globalizzazione dell'economia ha riguardato anche le attività criminali[10]: con riferimento alle transazioni finanziarie, infatti, la dematerializzazione della ricchezza facilita lo sfruttamento delle opportunità offerte dalla diversità degli ordinamenti, spostando capitali attraverso movimenti *cross-border* e verso i centri *off-shore*.

Internet, più di ogni altro mezzo telematico, si presta a tali "usi distorti".

Le Autorità di controllo del mercato sono, quindi, chiamate ad accrescere la loro vigilanza, onde arginare la produzione di eventi illeciti che minacciano la tutela del risparmio e la stessa sopravvivenza del mercato.

Ma la loro attività risulta spesso ostacolata dalla disomogeneità delle discipline vigenti in materia di offerta a distanza di prodotti finanziari e di servizi di investimento, e soprattutto dalla difficile determinazione, in caso di offerte transfrontaliere, del foro competente e della legge applicabile.

Allorché risulti necessario armonizzare le regolamentazione e le pratiche degli Stati in un certo ambito, quale che esso sia, sono possibili due soluzioni alternative. La prima porta ad interrogarsi sulla legittimità di una "competenza universale", che depassi il quadro statale. La seconda consiste, invece, a cercare di fare coabitare le competenze nazionali.

Si è visto, nel corso della nostra analisi, che la soluzione adottata nel campo delle offerte telematiche di prodotti e servizi finanziari coincide con la seconda ipotesi prospettata.

È in tale direzione, infatti che l'OICV o IOSCO e, a livello europeo, il Fesco[11] orientano i propri lavori.

L'OICV, che raggruppa i principali paesi industrializzati ha adottato nel settembre 1998, come già altrove specificato, una serie di raccomandazioni sull'offerta di prodotti e servizi finanziari proposti attraverso un sito *Web*[12]. Tali raccomandazioni fanno proprie le

---

[10] Per un panorama delle frodi perpetrate attraverso il mezzo telematico, si v. RISTUCCIA R., *Le offerte di prodotti e servizi finanziari su Internet*, in *Bancaria* n. 5/1997, p. 74 ss.

[11] Sugli obiettivi perseguiti dal FESCO, cfr. DEMARIGNY F., *La régulation des marchés financiers européens*, in Banque stratégie, n° 176, novembre 2000, p. 18-20.

[12] *Securities activity on the Internet*, disponibile sul sito htpp://www.iosco.org.

soluzioni avanzate dalla SEC[13] sulla questione della determinazione del foro competente.

Così, l'OICV e, come si è visto, a livello italiano la Consob hanno risolto il problema della competenza territoriale dei *regulators* affermando la competenza nazionale ogni qualvolta l'autore dell'atto controllato si trovi sul territorio nazionale, o quando la sua attività abbia un impatto su interessi nazionali[14].

Tale principio, semplice nella sua enunciazione, è risultato difficilmente applicabile, poiché esso non tiene conto delle regole di diritto internazionale privato in materia di determinazione del foro competente, né tanto meno, sul piano europeo, dei principi dettati dal recente Regolamento comunitario [15].

Sintomatico, a tal proposito, il caso Smallxchange Ltd, *international business company* registrata nelle Isole Vergini Britanniche[16], che ha dimostrato pienamente «l'inadeguatezza degli ordinamenti giuridici nazionali nella regolamentazione dell'*Internet*[17]».

In tale fattispecie, l'Autorità di vigilanza aveva disposto, in via cautelare, rispettivamente la sospensione a tempo indeterminato degli scambi organizzati svolti attraverso il sito www.smallxchange.com e la sospensione per 90 gg. dell'abusiva attività di sollecitazione all'investimento e dell'abusiva offerta pubblica di scambio[18] [19].

Con delibera n. 12698 del 4 agosto 2000, poi, la Consob aveva vietato «l'attività consistente nella proposta di vendita delle azioni della Smallxchange.com rivolte ai potenziali investitori che intendono

---

[13] *Securities and Exchange Commission, Use of Internet Web Sites to Offer Securities, Solicit Securities Transactions or Advertise Investment Services Offshore*, in *International Series Release*, n. 1125 del 23 marzo 1998. Si rammenta che la SEC esclude la propria competenza giurisdizionale allorchè: a) esiste un avvertimento indicante che l'offerta non è destinata al pubblico americano; b) siano previste delle procedure che permettono di escludere la vendita di *securities* a residenti o cittadini americani; c) il sito non sia concepito in maniera da essere rivolto al pubblico americano.

[14] Si veda il punto 15 delle raccomandazioni dell'OICV.

[15] Regolamento CE n. 44/2001.

[16] Si tratta, quindi, di una società off-shore. Per un approfondimento sulle società off-shore, cfr. BUFFA F., *Internet e criminalità, cit.*, p. 17 ss.

[17] Cfr. BUCCARELLA M., *Il caso Consob-Smallxchange.com: una decisione con non poche ombre. Inadeguatezza degli ordinamenti nella regolamentazione dell'internet*, in www.diritto.it.

[18] Tali provvedimenti facevano seguito a due precedenti delibere, le delibere n. 12411 e n. 12412 del 2 marzo 2000.

[19] La Consob aveva, infatti, constatato il mancato adempimento degli obblighi di legge previsti per gli offerenti dalla disciplina della sollecitazione all'investimento di cui agli artt. 94 e ss. del TUF.

operare nel sistema di scambi organizzati creato dalla Smallxchange.com», nonché «l'attività consistente nella proposta di scambio delle azioni/quote delle società che intendono quotare i propri titoli nel sistema di scambi organizzati con azioni della Smallxchange.com Ltd», e quella consistente «nell'offerta delle quote/azioni delle società che hanno aderito, ai fini della propria quotazione, al sistema di scambi organizzati medesimo».

La vicenda risultava particolare, poiché si era in presenza di un sistema di scambi organizzati[20] che, com'è noto, non è soggetto a tutti gli oneri previsti per le società operanti in un mercato regolamentato[21].

Ravvisando lo svolgimento di un'attività di sollecitazione abusiva[22], l'Autorità di vigilanza aveva, dunque, fatto applicazione dell'art. 78 TUF, il quale prevede, tra l'altro, di vietare gli scambi «quando ciò sia necessario per evitare gravi pregiudizi alla tutela degli investitori»[23].

La decisione è stata criticata in dottrina[24], in considerazione dell'arbitrarietà della estensione operata dalla Consob della nozione di pubblico e di sollecitazione a casi di offerte contenute in *network* chiusi e non pubblicizzati.

Ma l'aspetto più rilevante attiene alla critica mossa verso il tentativo Consob di assoggettare ingiustificatamente alla propria competenza un fenomeno internazionale, atteso che Smallxchange operava a livello planetario.

L'accertamento dei criteri in base ai quali si ritiene integrata la competenza territoriale non spetta, infatti, all'organo di vigilanza, ma tutt'al più al giudice competente.

---

[20] Per la definizione di sistema di scambi organizzati, si v. la Comunicazione Consob n. 98097747 del 24 dicembre 1998, secondo la quale un sistema di scambi organizzati rappresenta «un insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, che consente in via continuativa o periodica: a) di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari e b) di dare esecuzione a dette proposte con le modalità previste nel sistema».

[21] Trattasi della preventiva autorizzazione della Consob, del capitale minimo secondo quanto fissato dalla medesima, dei requisiti richiesti per esponenti e soci, ecc. Per un esempio italiano recente di mercato regolamentato, si pensi all'*After Hours Trading* di Banca 121, borsa fuori orario lanciata dall'ex Banca del Salento alla fine dello scorso anno, con un sistema oggi istituzionalizzato dalla Borsa italiana.

[22] La Smallxchange.com, accanto alla creazione e gestione di un SSO su *Internet*, svolgeva, infatti, un'attività sollecitatoria: ai potenziali investitori veniva richiesto di diventare soci, corrispondendo una "quota di associazione" pari a 50 USD all'anno.

[23] Art. 78, comma 2, lett. *b*), TUF.

[24] BUCCARELLA M., *Il caso Consob-Smallxchange.com: una decisione con non poche ombre. Inadeguatezza degli ordinamenti nella regolamentazione dell'internet*, cit.

Ciò non significa che le Autorità di vigilanza del mercato non possano predeterminare i criteri in base ai quali esse svolgeranno l'attività di supervisione, ma solamente che tali criteri devono potere essere controllati e disattesi, in sede amministrativa[25] o penale.

In ogni caso, il tentativo da parte delle distinte Autorità di vigilanza del mercato di delineare con chiarezza i presupposti per l'esercizio della propria competenza mette in luce il ruolo che le stesse hanno assunto nell'ambito di una realtà transfrontaliera, e solleva, inoltre, l'interrogazione circa l'opportunità del medesimo.

Di fronte alla trasformazione totale del mercato finanziario (da un sistema statalizzato ad un sistema liberale), e ai disfunzionamenti cui l'utilizzazione non controllata di *Internet* può dar vita, le Autorità di vigilanza del mercato si sono preoccupate, infatti, di assicurare la sicurezza dei mercati, problema tanto più complesso da risolvere in considerazione del fatto che non è possibile "contenere" il mercato finanziario in un quadro nazionale.

La loro azione, come si è visto, si è allora svolta attraverso l'organizzazione di un'istanza internazionale (OICV) e l'avvio di un processo di armonizzazione della disciplina del mercato mobiliare, nonché attraverso un'opera di responsabilizzazione degli attori del mercato.

Si é, quindi, assistito ad una regolamentazione indiretta dell'uso di *Internet* nell'ambito di offerte telematiche di prodotti e servizi finanziari, regolamentazione indiretta ad opera appunto delle diverse Autorità di settore, piuttosto che derivante dal potere normativo degli Stati centrali[26].

Il che, se da un lato consente un intervento più flessibile e funzionale ai bisogni che di volta in volta si manifestano sul mercato, dall'altro lato, impone una riflessione sulla legittimità di "***transfert* di responsabilità collettive**" a istituzioni o imprese private da parte dei vari *regulators*[27], che tentano di avviare "**processi di moralizzazione**" dei distinti operatori economici.

---

[25] Il Tar, adito con impugnativa avverso i provvedimenti interdittivi della Consob, non risulta vincolato, quindi, dalle determinazioni della stessa ai fini della valutazione della territorialità del sito.

[26] PRADA M., *La régulation des marchés financiers dans le monde et la révolution technologique*, in *Bulletin mensuel COB*, n° 350, octobre 2000, p. 27 ss.

[27] Tale processo risulta più o meno accentuato a seconda delle tradizioni giuridiche ed economiche locali. Così, per esempio, negli Stati Uniti è possibile che delle istituzioni private certifichino degli istituti di credito.

Tanto più che la conduzione di singole azioni del tutto autonome può comportare seri problemi di sicurezza giuridica, aggravati dal carattere planetario della rete.

D'altro canto, però, non è possibile procedere ad uno sterile adeguamento delle c.d. norme di conflitto al contesto di *Internet*, solo perché quest'ultimo si caratterizza per la naturale presenza di elementi di internazionalità.

Ogni norma di conflitto richiede, infatti, un costante riferimento alla materialità e territorialità dell'attività posta in essere, concetti del tutto estranei ad *Internet*. Poiché gli ordinari criteri di collegamento risultano inadeguati per la rete, si è assistito, dunque, all'adozione di veri e propri "codici di comportamento per *Internet*" da parte degli operatori del commercio "virtuale[28], con la conseguente retrocessione del ruolo dello Stato, finora protagonista assoluto delle relazioni giuridiche internazionali.

La "globalità" di *Internet* ha comportato, quindi, una multilocalizzazione dei comportamenti e, per quanto concerne l'azione delle distinte Autorità di vigilanza del mercato, un tentativo di difendere le proprie prerogative di competenza giurisdizionale attraverso l'elaborazione di criteri non conformi alle norme di diritto internazionale privato.

Si pensi, a titolo esemplificativo, alla giurisprudenza sviluppata dalle Corti statunitensi in tema di applicazione extraterritoriale delle *Securities Laws*, da noi esaminata al capitolo quinto.

Se insistere sull'applicazione delle tradizionali norme di diritto internazionale privato significa scoraggiare ogni istanza di tutela, lasciare la determinazione del foro competente e della legge applicabile alla pura interpretazione giurisprudenziale, o all'elaborazione di svariati criteri da parte delle Autorità di controllo del mercato, equivale a rinunciare a disciplinare il fenomeno con regole certe.

---

[28] Tali processi di autoregolamentazione si sono concretizzati attraverso l'apposizione di clausole determinanti il foro competente e la legge applicabile alla fattispecie materializzatasi, le quali, ai fini della loro validità, devono essere stilate in modo da non superare i limiti dettati dalle c.d. norme di applicazione necessaria, quale, ad esempio, quella di cui all'art. 5 della convenzione di Roma, secondo cui: «la scelta ad opera delle parti della legge applicabile non può avere per risultato di privare il consumatore della protezione garantitagli dalle disposizioni imperative della legge del Pese nel quale risiede abitualmente, se la conclusione del contratto è stata preceduta in tale Paese da una proposta specifica o da una pubblicità e se il consumatore ha compiuto nello stesso Pese gli atti necessari per la conclusione del contratto».

La strada per fornire un chiaro e compiuto quadro giuridico anche per l'offerta a distanza di prodotti finanziari e servizi di investimento sembra essere quella della stipula di convenzioni internazionali di diritto sostanziale, che dettino un corpo di norme specifiche per il contesto della rete.

Concepire *Internet* come spazio sottratto al potere normativo di una qualsivoglia autorità politica e sottoposto al solo governo delle regole tecniche significa, infatti, legittimare le diverse pretese giurisdizionali da parte dei distinti *regulators* attraverso una **"guerra tra principi"**, che certo non tutela il contraente più debole, ossia l'investitore non istituzionale.

Per un proficuo impiego della rete, quale mezzo di ampliamento dei mercati finanziari e di garanzia di una maggiore efficienza dei medesimi, occorre, quindi, come già detto, sia armonizzare le diverse legislazioni in tema di offerta a distanza, sia dettare regole certe per risolvere eventuali conflitti di giurisdizione in ipotesi di offerte transfrontaliere.

Sul piano dell'armonizzazione, si è visto come a livello europeo si sia avviato un processo in tal senso (con l'adozione, tra l'altro, della direttiva CEE sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori), anche se ulteriori sforzi devono ancora essere compiuti.

Sul piano internazionale, invece, non vi è ancora un intervento globale, ma si registrano piuttosto vari attriti, soprattutto fra il mercato finanziario americano e quello europeo.

Tale realtà ci induce a riflettere sull'opportunità di "esasperare" la concorrenza, economica e normativa, tra i due sistemi attraverso la creazione di una Commissione europea del mercato dei valori mobiliari, al fine di poter raggiungere un equilibrio "soddisfacente" tra le due distinte realtà che, nel tempo, tenderebbero ad uniformizzarsi.

5. L'offerta a distanza di prodotti e servizi finanziari tramite *Internet:* verso la creazione di una Commissione europea del mercato dei valori mobiliari?

Il processo di armonizzazione delle discipline riguardanti il mercato dei valori mobiliari dei diversi Stati europei è stato avviato da tempo[29], ma non ha ancora pienamente raggiunto il suo obiettivo.

[29] Si richiamano, a tal proposito, le Direttive relative alla nota d'informazione e al prospetto informativo da pubblicare al momento dell'ammissione dei valori mobiliari alla quotazione

Come si è visto, la recente Direttiva n. 2002/65/CE concernente la commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori conferisce, in alcuni ambiti, delle facoltà di scelta ai diversi Stati membri: ciò, senza dubbio, può comportare, in fase di adozione della medesima, regimi disomogenei a seconda delle reali opzioni degli Stati centrali.

Tale inconveniente è, peraltro, una conseguenza delle stesse caratteristiche delle direttive quale strumento di armonizzazione: poiché la direttiva impone una obbligazione di risultato a ciascun Stato membro, spesso la medesima è interpretata e recepita in maniera differente in ogni paese.

Ciò è tanto più vero quando è la stessa Direttiva a conferire agli Stati una facoltà di scelta fra ipotesi alternative.

In presenza di una moneta unica e di un solo mercato (quello dei valori mobiliari emessi in euro[30]), la disomogeneizzazione delle discipline rappresenta un serio ostacolo allo sviluppo di quest'ultimo, soprattutto alla luce della constatazione di azioni del tutto autonome, e fra loro spesso contrastanti, condotte dalle diverse Autorità europee di vigilanza del mercato finanziario.

L'assenza di un'unica entità di regolamentazione a livello europeo appare, quindi, come assurda e pericolosa: le condizioni alle quali sono sottoposte le imprese di investimento, infatti, variano da uno Stato europeo all'altro, date le differenze strutturali dei diversi sistemi giuridici e il grado di sviluppo dei mercati e delle istituzioni finanziarie.

Nonostante i principi di mutuo riconoscimento e dell'*home country control* in favore delle imprese comunitarie operanti in uno Stato europeo diverso da quello di appartenenza, spesso le Autorità nazionali di vigilanza del mercato mobiliare tendono ad imporre vere e proprie restrizioni alla libera prestazione di servizi da parte di tali imprese, e ciò con il pretesto di garantire la tutela degli investitori e l'integrità e la trasparenza del mercato nazionale.

---

in borsa (Direttive n. 80-390 del 17 marzo 1980 e n. 89-298 del 17 aprile 1989); le Direttive relative alle condizioni di ammissione in borsa dei valori mobiliari (Dir. n. 79-279 del 5 marzo 1979 e n. 82- 148 del 3 marzo 1982); la seconda Direttiva bancaria e la Direttiva sull'abuso di informazioni privilegiate.

[30] L'introduzione dell'euro ha, infatti, permesso la creazione di un vasto mercato di valori mobiliari emessi in tale divisa. Nel solo 1999, circa 291 miliardi di euro obbligazioni internazionali sono stati emesse, per un valore equivalente a 313 miliardi di US$ (si v. *International Financing Review* 3 luglio 1999, utilizzando un tasso di cambio di 0.93 euros per 1 US dollar).

Conseguentemente, la competizione transfrontaliera nel settore del mercato mobiliare risulta frenata, e ciò quand'anche si ricorresse ad un massiccio impiego di *Internet* a supporto di offerte a distanza e collocamenti internazionali di prodotti finanziari e servizi di investimento.

Si può anzi affermare, in base a quanto esaminato nelle pagine che precedono, che proprio l'impiego di *Internet* nel settore finanziario, essendo fonte di problemi interpretativi e applicativi con riferimento alla disciplina vigente in tema di offerte a distanza, incoraggia una certa forma di protezionismo[31] da parte delle distinte Autorità di controllo del mercato, che potrebbe essere superata solo attraverso la creazione di un organismo centrale, capace di prescrivere una politica uniforme nella "zona euro".

Come si è già visto, infatti, le distinte Autorità di controllo del mercato hanno elaborato criteri (più o meno giuridicamente leciti) al fine di avocare la propria competenza giurisdizionale in ipotesi di offerte transfrontaliere di prodotti finanziari e servizi di investimento realizzate con l'ausilio della rete, per le quali la determinazione del foro competente rappresenta un problema assai complesso, data l'assenza di una chiara localizzazione del luogo di svolgimento dell'attività o di incontro delle volontà negoziali.

Sul piano della vigilanza, poi, la dimensione globale della rete complica enormemente il compito di supervisione del mercato finanziario, i cui confini vanno ben al di là delle frontiere nazionali. Se ciò ha richiesto e rinforza la cooperazione tra le diverse Autorità di controllo del mercato, nondimeno la creazione di un'Autorità Europea, che detti una politica comune anche in relazione a tali problemi, favorirebbe, senza dubbio, l'espletamento di un'azione più energica, puntuale e coerente su tutta la "zona euro".

Da un punto di vista giuridico, la creazione di una tale Autorità sembrerebbe essere ostacolata dal principio dell'attribuzione di competenze limitate[32], teoria in base alla quale le istituzioni

---

[31] Osserva A. COURET in un articolo relativo all'integrazione europea in materia di mercati dei capitali che: «*aucun des Etats de la communauté ne peut souhaiter renoncer à l'exercice de prérogatives nationales par exemple quant à la surveillance du marché au profit de réglementations européennes*» (si v. COURET A., *L'Europe boursière*, in *JCP ed. Ent.*, 1993, suppl. n. 2).

[32] Fanno riferimento a tale principio nel negare il potere delle autorità comunitarie di creare nuovi organismi dotati di un potere regolamentare: HOWARD DAVIES, in *Euro-Regulation, European Financial Forum Lecture* 8 aprile 1999; WYMEERSCH E., *From Harmonisation to Integration in the European Securities Markets*, in *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation*, 1981, 3, p. 1 ss.

comunitarie non possiedono che i poteri a loro espressamente conferiti dal Trattato istitutivo della Comunità Europea[33] [34].
Benché nel Trattato non sia rintracciabile alcuna norma che attribuisca il potere di predisporre un'Autorità europea di controllo del mercato, tuttavia è possibile fondare la creazione di quest'ultima sulla disposizione di cui all'art. 308 del Trattato (*ex* art. 235), il quale conferisce al Consiglio, deliberante ad unanimità su proposta della Commissione e previa consultazione del Parlamento Europeo, il potere di adottare le disposizioni del caso che appaiono necessarie per raggiungere, nell'ambito del funzionamento del mercato comune, uno degli scopi della Comunità[35].

---

[33] Sugli aspetti istituzionali della Comunità/Unione europea e sul quadro giuridico dell'integrazione economica, cfr., fra tutti, BALLARINO T., *Manuale di diritto dell'Unione Europea*, Padova, Cedam, 2001; POCAR F., *Diritto dell'Unione e delle Comunità europee*, Giuffré, Milano, 2002; STROZZI G., *Diritto istituzionale dell'Unione europea. Dal Trattato di Roma al Trattato di Amsterdam*, Giappichelli, Torino 1998; MENGOZZI P., Il *diritto comunitario e dell'Unione europea*, Padova 1997; TESAURO G., *Diritto comunitario*, Cedam, Padova, 2001; ZANGHI' C., *Istituzioni di diritto dell'Unione europea*, Giappichelli, Torino, 2000; FERRARI BRAVO L. - MOAVERO MILANESI E., *Lezioni di diritto comunitario*, Editoriale scientifica, Napoli, 2002. Per i testi normativi (trattati e atti delle istituzioni) e la giurisprudenza della Corte di Giustizia: *Trattato dell'Unione e della Comunità europea*, ed. giuridiche Simone, Napoli, 2001; POCAR F. - TAMBURINI M., *Norme fondamentali dell'Unione e della Comunità Europea*, Giuffrè, Milano, 2000; NASCIMBENE B., *Comunità e Unione Europea .Codice delle istituzioni*, Giappichelli, Torino, 2002; TIZZANO A., *Codice dell'Unione europea. Il Trattato di Maastricht, il Trattato C.E. e i testi collegati*, Cedam, Padova, 1995; PANEBIANCO M., *Codice del Mercato Comune*, Giuffrè, Milano 1998; TIZZANO A., *La competenza dell'Unione e il principio di sussidiarietà*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, 1997, n. 1, p. 229 ss.

[34] Osserva giustamente il senatore A. Dini nel contributo inviato al segretario generale a proposito della Convenzione Europea (contributo 15, Bruxelles 16 aprile 2002): 1. (...)«Il punto di partenza non può che essere quello del "minimo Stato". L'Unione, a differenza degli Stati nazionali, non ha la "competenza delle competenze" cioè la facoltà di decidere essa stessa le materie di propria responsabilità, non dispone di un potere autonomo di allocazione dei poteri fra i vari livelli di governo, dal momento che gli Stati continuano ad essere padroni dei Trattati. La sovranità non è originaria ma conferita dagli Stati. Anche in Germania i Länder sono tuttora formalmente i detentori della sovranità, anche se la costruzione tedesca ha poi seguito una propria dinamica. Non esiste tuttora nei Trattati una regola che preveda una presunzione di competenza generale degli Stati. L'art. 5 stabilisce che l'Unione agisce nei limiti "delle competenze e degli obiettivi" indicati dal Trattato della Comunità europea. Il principio della riserva di competenza degli Stati potrebbe essere tuttavia formulato espressamente nel nuovo Trattato, come avviene in alcune Costituzioni federali. 2. L'Unione ha già in sé, tra i principi fondamentali, quello dello "Stato minimo" riassunto nel concetto della sussidiarietà. La sussidiarietà è lo strumento di base per coniugare uniformità e diversità in una esperienza unica appunto per dimensioni territoriali e varietà di cultura, economia, tradizioni.(...) ».

[35] Si può ragionevolmente pensare che la Corte di Giustizia Europea accetti quale fondamento della creazione di un'Autorità europea di controllo del mercato mobiliare l'art. 308. Le conclusioni dell'avviso n. 2/94 del 2 marzo 1993 rilasciato dalla Corte, che

Tra tali obiettivi rientra, senza dubbio, quello di cui all'art. 2 del Trattato, il quale stabilisce che: «La Comunità ha il compito di promuovere nell'insieme della Comunità, mediante l'instaurazione di un mercato comune e di un'unione economica e monetaria e mediante l'attuazione delle politiche e delle azioni comuni di cui agli articoli 3 e 4, uno sviluppo armonioso, equilibrato e sostenibile delle attività economiche, una crescita sostenibile e non inflazionistica (...)».

Quanto al presupposto della **"necessarietà"** di un'azione in tale direzione, si potrebbe ritenere che "il **rigetto di un arbitraggio** tra le differenti regolamentazioni, nonché l'eliminazione di barriere normative alla libera concorrenza tra gli Stati membri" integrino condizioni fondamentali per proteggere gli investitori e lo stesso mercato finanziario.

Sul piano sostanziale, poi, i vantaggi derivanti dall'istituzione di una Autorità europea di controllo del mercato mobiliare appaiono evidenti:

- attenuazione dell'attuale disomogeneità giuridica del mercato dei capitali europeo: la creazione di una Autorità di vigilanza europea, al pari di quella americana (la SEC), permetterebbe, infatti, di evitare processi di "*forum shopping*" da parte dei vari operatori economici;
- riduzione delle ipotesi di conflitto di competenza tra giurisdizioni concorrenti: nei casi di offerte transfrontaliere a mezzo *Internet* (e non solo), la determinazione del foro competente e della legge applicabile, almeno nell'ambito della Comunità europea, assumerebbe minore rilevanza per la presenza di un'unica politica comune e di una regolamentazione di dettaglio uniforme;
- aumento del livello di concorrenza internazionale, in particolare tra il mercato americano e quello europeo: l'internazionalizzazione dei mercati, favorita dall'utilizzo di *Internet*, accentua la competizione fra sistemi economici ed ordinamenti giuridici. Si può pensare che la creazione di un "polo europeo" possa controbilanciare la forza economica del sistema finanziario americano. A lungo termine, ciò dovrebbe garantire un "dialogo" fra i due sistemi fino ad innescare

---

costituisce la decisione chiave per quanto concerne la portata dell'articolo 308, indicano che il solo limite imposto alla disposizione in oggetto è che essa non può costituire un pretesto per estendere il confine dei poteri comunitari al di là del quadro fissato dal Trattato medesimo e, in particolare, dagli articoli che prevedono le missioni (art. 2 del Trattato) e le attività della Comunità (artt. 3 e 4 del Trattato).

processi di convergenza nella regolamentazione dei mercati finanziari e soprattutto di quelli "virtuali", sottratti attualmente ad una regolamentazione diretta.

D'altra parte, l'istituzione di un'Autorità europea di vigilanza del mercato mobiliare appare come una conseguenza necessaria dell'unione monetaria, e si presenta come indispensabile alla preservazione della stabilità e credibilità di quest'ultima.

A breve termine, non può, quindi, che auspicarsi un intervento volto ad istituire un'Autorità di vigilanza del mercato finanziario pan-europea e, soprattutto, che ciò avvenga prima che la necessità forzi la Comunità Europea ad agire in tal senso.

BIBLIOGRAFIA

DOTTRINA

AA.VV., *Internet banking. Tecnologia, economia e diritto,* a cura di RIOLO F. – MASCIANDARO D., Edibank, 2000.

AA.VV., *La sollecitazione all'investimento nel Testo Unico della Finanza: il commento dell'Assonime,* in *Riv. Soc.*, 2001, n. 1, p. 211 ss.

ACCIAI R. – ORLANDI S., *Le nuove norme in materia di privacy*, ed. Maggiolini, 2002.

ALBERTINI L., *Osservazioni sulla conclusione del contratto tramite computers e sull'accettazione di un'offerta in Internet,* in *Giust. civ.*, 1997, II, p. 21 ss.

ALBERTINI L., *Sul documento informatico e sulla firma digitale (novità legislative),* in *Giust. civ.*, 1998, II, 267 ss.

ALPA G., *La trasparenza del contratto nel settore bancario, finanziario e assicurativo,* in *Giur. it.*, 1992, IV, 411 ss.

ALPA G., *Circolazione dei valori mobiliari e responsabilità civile degli intermediari,* in *Corr. Giur.*, 1987, n. 11, p. 1200 ss.

ALPA G., *Commento sub art. 21,* in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria,* a cura di ALPA G. – CAPRIGLIONE F., Padova, 1998, p. 221 ss.

ALPA G., *Il diritto dei consumatori*, Roma - Bari, 1999.

ALPA G., Jus poenitendi *e acquisto di valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1987, p. 1514 ss.

ALPA G., *La tutela del risparmiatore nella intermediazione mobiliare,* in ALPA G., *Trattato di diritto civile, I, Storia, fonti, interpretazione*, Milano, 2000.

ANDRINI M.C., Dal tabellione al sigillo elettronico, in Vita notarile, 1998, p. 1787 ss.

ANNUNZIATA F., La nuova disciplina dei servizi di investimento: profili societari, in Riv. soc., 1996, p. 1121 ss.

ANNUNZIATA F., *Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni,* in *Banca e borsa,* 1994, I, p. 634 ss.

ANNUNZIATA F., *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati,* Milano, 1993.

ARTIGOUHA C., *Internet et la bourse,* in *Banque Stratégie,* n° 160, mai 1999, p. 16.

ASSOGESTIONI, in *Quaderno* ASSOGESTIONI, *D. Lgs. 23 luglio 1996, n. 415. Un commento preliminare,* n. 15, Roma, 1996, p. 88 ss.

ASSOGESTIONI, *Legge 2 gennaio 1991, n. 1. Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari. Un commento preliminare al Titolo I.* Quaderni di documentazione e ricerca, n. 7, Roma, 1991.

Atti della XXII Assemblea annuale IOSCO, Taipei 2-7 novembre 1997.

BAIETTA L., *La banca virtuale. I riflessi della caduta del muro,* in *Bancaria,* 1996, n° 9.

BAIRD D.G., *Game Theory and the Law,* Harward UP, 1994.

BALDASSARRI A., *Il contratto di agenzia,* Milano, 1992.

BALDI R., *Il contratto di agenzia,* Milano, 1997.

BALLARINO T., *Diritto internazionale privato: scatta dal 1° settembre la nuova legge italiana,* in *Informatore Pirola,* 1995, n. 29, p. 3024 ss.

BALLARINO T., *Manuale breve di diritto internazionale privato: aggiornato sulla nuova adozione internazionale e sui regolamenti comunitari relativi alla procedura civile internazionale,* Padova, 2002.

BALLARINO T., *Manuale di diritto dell'Unione Europea,* Padova, Cedam, 2001.

BALZANO A., *La nuova disciplina del contratto di assicurazione introdotta dai d. lgs. nn. 174 e 175 del 17 marzo 1995*, in *Giur. sist. Dir. civ. e comm.*, (fondata da Bigiavi, diretta da ALPA G. – BESSONE M.), *I contratti in generale, aggiornamento 1991-1998*, Torino 1998, p. 1491 ss.

BALZARINI P., *La responsabilità da prospetto*, in *Resp. Civ.*, 1988, p. 775 ss.

BANCA D'ITALIA, *Relazione sull'esercizio 1999. Considerazioni finali*, Roma, 2000.

BARRON R.A., *Some Comments on Sec Rule 144A*, in *Securities Regulation Law Journal*, 1990, vol. 18, p. 401 ss.

BAZZANO C., *Index-linked e unit-linked*, Sperling & Kupfer Editori, Milano, 1997.

BECHINI U. – MICCOLI M., *Attuazione della direttiva europea sulla firma elettronica, ovvero la forma «sine probatione»*, in *Notariato*, n. 3, 2002, p. 327 ss.

BECHINI U., *Vademecum minimo in tema di funzione notarile e firma digitale*, in *Notariato*, 2000, p. 1155 ss.

BENOIT J.P. – KORNHAUSER L.A., *Game-Theoretic Analysis of Legal Rules and Institutions*, in *Handbook of Game Theory With Economic Applications*, a cura di AUMANN R. – HART S., vol. III, Elsevier, 2002, p. 2229 ss.

BESSONE M., *Servizi di investimento e disciplina del contratto. Il principio di separazione patrimoniale, « sana e prudente » gestione del portafoglio, conflitto di interessi*, in *Giurisprudenza di merito*, 2002, n. 6, IV,1411.

BIANCA C.M. – BUSNELLI F.D. (a cura di), *La tutela della* privacy, in *Nuove leggi civ. comm.*, II-III, Padova, 1999.

BIANCHI A., *L'applicazione extraterritoriale dei controlli all'esportazione*, Cedam, 1995.

BLOOMENTHAL – HAROLD S., *Securities Law Handbook*, vol. 1, West Group, 2001 Edition, p. 472 ss.

BOCHICCHIO F., *Considerazioni sul concetto di sollecitazione al pubblico risparmio alla luce della Legge 2-1-91 (c.d. Legge S.I.M.)*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1991, p. 423 ss.

BOCHICCHIO F., *La nuova disciplina del promotore finanziario*, in *Giur. comm.*, I, 1998, p. 871 ss.

BONZANINI L., *La disciplina del collocamento a distanza di prodotti finanziari*, in *Contratti*, 1998, p. 515 ss.

BONZANINI L., *La normativa di riferimento in materia di "trading on line"*, in *Contratti*, n. 2/2000, p. 193 ss.

BORN G.B., *A Reappraisal of the Extraterritorial Reach of US Law*, in *Law and Policy in International Business*, 1992, vol. 24, p. 1 ss.

BOSCHIERO N., *Appunti sulla riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato*, Torino, 1996.

BRACCHI G. – FRANCALANCI C. – GIORGINO M., *Internet banking: tecnologia, organizzazione e valutazioni economiche* , Egea, 2000.

BRAVO F., *Commercializzazione a distanza dei servizi finanziari consumatori*, Torino, 2002.

BRAVO F., *Il collocamento di prodotti assicurativi tramite Internet*, Giuffrè, 2001.

BRECCIA U., *La contrattazione su valori mobiliari e il controllo della contrattazione « sorprendente »*, in *La vendita « porta a porta » di valori mobiliari*, a cura di BESSONE M.- BUSNELLI F.D., Milano, 1992, p. 17 ss.

BRESCIA S., *In tema di firma digitale e di documento informatico*, in *Nuove leggi civ.*, 2000, p. 3 ss.

BREWSTER K., *Antitrust and American Business Abroad*, 1958.

BROWN W., *SEC Regulated the Sale of Securities on the Internet*, in *International Financial Law Review*, luglio 1998, p. 28 ss.

BUCCARELLA M., *Il caso Consob-Smallxchange.com: una decisione con non poche ombre. Inadeguatezza degli ordinamenti nella regolamentazione dell'internet*, in www.diritto.it.

BUFFA F., *Internet e criminalità. Finanza telematica off-shore*, Milano, 2001.

BUIS G., *Aspects internationaux du droit de la publicitè et des promotions sur Internet, in JCP E*, 2000, p. 1846 ss.

BUTTARELLI V.G., *Banche dati e tutela della riservatezza. La* privacy *nella Società dell'Informazione. Commento analitico alle leggi 31 dicembre 1996, nn. 675 e 676 in materia di trattamento dei dati personali e alla normativa comunitaria e internazionale*, Milano, 1997.

BUTTARELLI V.G., *Il dibattito sulla* privacy *è sempre aperto*, consultabile al sito Internet www.interlex.it.

CAMMARATA M. MACCARONE E., *Troppe "firme" nell'attuazione della direttiva*, Interlex, 6.02.03, http://www.interlex.it/docdigit/indice.htm.

CAMMARATA M., *Firma digitale e firme elettroniche, un pasticcio - La normativa italiana sconvolta dal decreto legislativo 23 gennaio 2002, n. 10, che ha recepito la confusa direttiva 1999/93/CE sulle "firme elettroniche"*, in *Diritto & Diritti*, 2002, n. 11, p. 11 ss.

CAMPOBASSO G.F., in *L'eurosim – D. Lgs. 23 luglio 1996, n. 415. Commentario*, a cura di CAMPOBASSO G.F., Milano, 1997, *sub* art. 1, p. 9 ss.

CANNIZZARO G. – CHIAPPETTA F., *I valori mobiliari, l'offerta al pubblico e l'art. 12 della l. 23 marzo 1983, n. 77*, in *Giur. comm.*, 1988, I, p. 844 ss.

CAPARVI R., *La banca verso il 2000. Profili istituzionali, gestionali e di mercato*, Bologna, 1997.

CAPPONI M.C., *Tracce di pubblicità tra le avvertenze*, in *Società*, 1993, p. 161 ss.

CAPRIGLIONE F., *L'antiriciclaggio fra prevenzione sociale e disinquinamento del settore finanziario*, in *Banca e borsa*, 1998, I, p. 417 ss.

CARBONETTI F., *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992.

CARBONETTI F., *Lo jus poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari,* in *Banca e borsa*, 2001, p. 770 ss.

CARRIERO G., *Vendita a distanza, informazione precontrattuale, disciplina comunitaria: la tutela del consumatore di servizi finanziari,* in *I diritti dei consumatori e degli utenti,* a cura di ALPA G. – LEVI A., Milano, 2001, p. 372 ss.

CARY W.L., *Federalism & Corporate Law: Reflections Upon Delaware,* in *Yale Law Journal,* 1974, n° 83, p. 663 ss. ok

CASTELLANO – SCARLATELLA, *Le assicurazioni private,* in *Giur. sist. dir. civ. e comm.,* Torino, 1981, p. 122 ss.

CATALANO G., *L'utilità di una sentenza «anacronistica»: gli «swaps» in Corte di Cassazione,* in *Foro it.,* 1998, I, 3292.

CATTANEO, *Recensione a Ferrarini: la responsabilità da prospetto,* in *Quadrimestre,* 1986, p. 429 ss.

CAVALLI G., *Il conflitto di interessi, introdotto dalla legge 2/1/1991, nell'attività di intermediazione mobiliare. Definizioni e possibili soluzioni,* MITO Intermediazioni, Milano, 15 maggio 1991.

CAVAZZUTI F., *Conflitti di interessi e informazioni asimmetriche nella intermediazione finanziaria,* in *Banca, impresa e società,* 1989, p. 357 ss.

CERVINO G., *Nuova Direttiva europea antiriciclaggio,* in *La Settimana fiscale,* 2002, n. 10, p. 29 ss.

CHIASSONI P., *R. Posner: pragmatismo e analisi economica del diritto,* in *Filosofi del diritto contemporanei,* Milano, 1999, p. 213 ss.

CHINÉ G., Commento *all'art. 3 della legge 281/98,* in *I diritti dei consumatori e degli utenti,* a cura di ALPA G. – LEVI A., Milano, 2001, p. 33 ss.

CHINÉ G., *Commento all'art. 5 della legge 281/98,* in *I diritti dei consumatori e degli utenti,* a cura di ALPA G. – LEVI A., Milano, 2001, p. 126 ss.

CHOI S.J. – GUZMAN A.T., *Portable Reciproty: Rethinking the International Reach of Securities Regulation,* in *S. Cal. L. Rev.*, 1998, p. 903 ss.

CIACCI G., *La firma digitale: il sistema della firma digitale e il commercio elettronico su Internet. Commento al D.P.R. 513/1997 e sue applicazioni pratiche,* Milano, 1999.

CLARIZIA R., *Informatica e conclusione del contratto,* Milano, 1985.

CLEMENTE F., *L'evoluzione dei sistemi distribuitivi di prodotti finanziari, bancari ed assicurativi: strategie e regole,* in *Banche, promotori e internet nell'offerta di prodotti finanziari,* a cura di PARRELLA F. – TOFANELLI M., Milano, 2000, p. 5 ss.

CLERICI R. - MOSCONI F. - POCAR F., *Legge di riforma del diritto internazionale privato e testi collegati*, Milano, 2002.

COB, *Les courtiers en ligne,* in *Bulletin Mensuel COB* n° 348 juillet-août 2000, p. 13 ss.

COB, *Les ECNs face au Nasdaq et au Nyse: un état des lieux*, in *Bulletin mensuel COB* n° 340, novembre 1999.

COFFEE J.C. JR., *Market Failure and The Economic Case for a Mandatory Disclosure System,* in *Va. L. Rev.*, 1984, p. 717 ss.

COFFEE J.C., *Brave new world, The impact(s) of the Internet on modern securities regulation,* in *Business Lawyer*, 1997, 52, p. 1195 ss.

COMMISSIONE EUROPEA, Libro verde del 19 aprile 2002.

CONFORTI B., *Diritto internazionale*, 5. ed. Napoli, 1999.

CONFORTI B., *Diritto Internazionale,* Napoli, 1987.

COOTER R., *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile,* Il Mulino, 1999.

COOTER R., *Le migliori leggi giuste: i valori fondamentali nell'analisi economica del diritto,* in AA. VV., *Analisi economica del diritto privato*, Milano, 1999, p. 464 ss.

COSTI R., *Il mercato mobiliare,* Torino, 1997.

COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000.

COSTI R., *La sollecitazione dl pubblico risparmio*, in *Manuale di diritto commerciale*, a cura di BUONOCORE V., 1997, p. 747 ss.

COURET A., *ADR, EDR, nominee, trustee, partnerships, global custodians, etc.*, in *Rev. Soc.*, 1999, p. 555.

COURET A., *L'Europe boursière*, in *JCP ed. Ent.*, 1993, suppl. n. 2.

COUSIN A. – ALBERT J., *Valeurs mobilières sans frontières? Le droit américain et les transactions internationales de valeurs mobilières*, in *Rev. Droit bancaire et financier*, n . 3, 2001, p. 190 ss.

COVEY W.R., *The Extraterritorial Application of US Securities Laws in International Equities Markets*, in *Fordham International Law Journal*, 1991, vol. 14, p. 240 ss.

COX J.D. - WILLIAMS R.H. – LANGEVOORT D.C., *Securities Regulation. Cases and Materials*, Little, Brown and Company, Boston, Toronto, London 1991 (1995), p. 1219 ss.

CRESPI A., *La falsità nel prospetto inviato alla Consob ex art. 18 legge 7 giugno 1974, n. 216*, in *Riv. Soc.*, 1989, fasc. 1, p. 1 ss.

CROZE H., *Aperçu rapide du règlement CE n ° 44/2001 du 22 décembre 2000 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale*, in *JCP E* 2001, p.437 ss.

CUCUZZA O., *Luci ed ombre dell'attuale normativa antiriciclaggio*, in *Il fisco*, 1995, n. 28, p. 6953 ss.

CUFFARO V. – RICCIUTO V. (a cura di), *La disciplina dei dati personali*, Torino, 1997.

D'AGOSTINO P., *La firma digitale e la disciplina antiriciclaggio*, in http://www.portalino.it/bancalex/firma_digitale04.htm, visitato l'8 maggio 2003.

DAINESI E., *Netbanking: banche e utenti dialogano su Internet*, Apogeo, 1999.

DE LAURENTIS, *Il ruolo dell'information technology,* in AA. VV., *Manuale di Marketing bancario,* a cura di SCOTT W.G., Torino, 1995.

DE LORENZO M. – FABRIZIO S., *Le recenti evoluzioni della disciplina sullo svolgimento dei servizi di intermediazione finanziaria on-line tramite Internet: una prima analisi,* in *Dir. inf.,* 1999, p. 473 ss.

DE MARI M. – SPADA L., *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari* (nota a App. Bologna, decr. 24 dicembre 1999), in *Foro it.,* n. 2, 2002, 568 ss.

DE MARZO G., *I contratti a distanza,* Milano, 1999.

DE NOVA G., *Un contratto di consumo via Internet,* in *Contratti,* 1999, p. 113 ss.

DE POLI, *Commento agli artt. 109-112 del d. lgs. 174/95,* in *La nuova disciplina dell'impresa di assicurazione sulla vita in attuazione della terza direttiva,* a cura di PARTESOTTI G. – RICOLFI M., Padova, 2000, p. 870.

DE SANTIS G., *Valore probatorio del documento informatico nel processo civile,* in *Doc. giust.,* 1990, p. 68 ss.

DE SANTIS F., *Documento informatico, firma digitale e dinamiche processuali,* in *Rassegna di diritto civile,* 2001, n. 2, p. 241 ss.

DEL VECCHIO B., *Riflessioni sul valore giuridico della sottoscrizione elettronica,* in *Riv. not.,* 1991, p. 977 ss.

DELFINI F., *La recente direttiva sulle firme elettroniche,* in *Contratti,* 2000, p. 424 ss.

DEMARIGNY F., *La régulation des marchés financiers européens,* in *Banque stratégie,* n° 176, novembre 2000, p. 18 ss.

DENOZZA F., *Norme efficienti. l'analisi economica delle regole giuridiche,* Giuffrè, 2002.

DI CHIO G., *D.Lgs. 58/1998. Gli intermediari : il sistema di vigilanza e l'esercizio dei servizi di investimento,* in *Società,* 1998, n.5, p. 502 ss.

DI CHIO G., *La sollecitazione del pubblico risparmio: i profili di qualificazione,* in *Riv. soc.,* 1988, n. 1.

DI GIOVANNI, Il *contratto concluso mediante computer alla luce della Convenzione di Roma sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali d.l. 19 giugno 1980,* in *Dir. comm. int.,* 1981, p. 581 ss.

DI MAIO A., *L'offerta al pubblico (diritto privato),* in *Enc. dir.,* XXIX, Milano, 1979, p. 761.

DI MAIO F., *L'informazione e la valutazione dell'adeguatezza nella promozione via internet,* in *Società,* 2000, n. 3, p. 292 ss.

DI MAIO F., *Nuove precisazioni della Consob sul trading on line,* in *Società* 2000, n. 6, p. 753 ss.

Documento della Commissione Europea "*Financial services: Commission launches out-of court complaints network to improve consumer confidence*", disponibile sul sito web http://europa.eu.int .

Documento della Commissione Europea "*Out-of-court complaints bodies for financial services*", disponibile sul sito web http://europa.eu.int.

EKENER S. – PERSSON A., *Exotic united-linked life insurance contract,* The Geneva papers on risk and insurance, vol. 21, n. 1, 1996.

EROLI M., *I consorzi di collocamento dei valori mobiliari,* Napoli, 1989.

ESTEY W., The *Five Basis of Extraterritorial Jurisdiction and the Failure of Presumption Against Extraterritoriality,* in *Hasting International and Comparative Law Review,* 1997, vol. 21, n. 1, p. 177 ss.

FABRIZIO S., *Conclusione dei contratti per via telematica,* in *Il diritto del mercato mobiliare,* a cura di RABITTI BEDOGNI C., Milano, 1997.

FACCI G., Obbligazioni *contrattuali e non contrattuali nella legge di riforma del diritto internazionale privato,* in *Contratto e impresa,* 1998, p. 829 ss.

FANELLI, *Le Assicurazioni,* in *Trattato CICU-MESSINEO,* Milano, 1973, p. 412 ss.

FERRAJOLI L., *Antiriciclaggio: novità per l'archivio unico e per gli intermediari finanziari*, in *Informatore Pirola*, 1998, n. 30, p. 2783 ss.

FERRARESE M. R., *Il "puzzle" costituzionale della globalizzazione*, in *Quaderni costituzionali*, 2002, n. 3, p. 603 ss.

FERRARI BRAVO L. - MOAVERO MILANESI E., *Lezioni di diritto comunitario*, Editoriale scientifica, Napoli, 2002.

FERRARINI G., *Novità e problemi del decreto Eurosim*, in *Banca e borsa*, 1996, I, p. 884 ss.

FERRARINI G., *Investment banking, prospetti falsi e culpa in contrahendo*, nota a commento della sentenza del Trib. Milano, 11 gennaio 1998, in *Giur. Comm.*, II, 1988.

FERRARINI G., *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento. Temi e problemi*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 623 ss.

FERRARINI G., *La responsabilità da prospetto delle banche*, in *Banca e borsa*, 1987, I, p. 437 ss.

FERRARINI G., *La responsabilità da prospetto*, in *Quaderni Giur. Comm.*, n. 78, Milano, 1986, p. 120 ss.

FERRARINI G., *Il ruolo e la responsabilità delle banche nel collocamento dei valori mobiliari esteri*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1991, p. 151 ss.

FICI A., *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1997, p. 281 ss.

FICO D., *Le nuove norme Consob sulla sollecitazione all'investimento*, in *Società*, 1999, n. 8, p. 989 ss. (Presentazione a Delib. Consob 14 maggio 1999, n. 11971).

FINOCCHIARO G., *Documento informativo e firma digitale*, in *Contratto e impresa*, 1998, p. 956 ss.

FINOCCHIARO G., *Innovazione tecnologica nei sistemi finanziari e attività di supervisione delle banche centrali*, in *Internet Banking. Tecnologia, economia e diritto*, a cura di RIOLO F. – MASCIANDARO M., Quinto rapporto della Fondazione Rosselli, Edibank, 2000, p. 295 ss.

FINOCCHIARO G., *Firma digitale e firme elettroniche. Il quadro normativo italiano dopo il d. legisl. 10/2002, 2002,* in *Contratto e Impresa*, n. 2, p. 853 ss.

FORCHIELLI P., *Offerta al pubblico*, in *Noviss. Dig. it.* XI, Torino, 1965, p. 763.

FORMICHELLI D., *Relazione al Seminario su "Pubblicità e sollecitazione del pubblico risparmio"*, Roma, La Sapienza, 3 giugno 1996.

FOX M.B., *The issuer choice debate,* in *Theoretical Inquires L.*, 2001, p. 563 ss.

FUTTERMAN – JOSH, *Evasion and Flowback in the Regulation S Era: Strengthening US Investor Protection While Promoting US Corporate Offshore Offerings,* in *Fordham International Law Journal,* March, 1995, p. 14 ss.

GALANTE A., *Il conflitto di interessi nel collocamento di strumenti finanziari,* in *Banche, promotori e Internet nell'offerta di prodotti finanziari,* a cura DI PARRELLA F. – TOFANELLI M., Milano, 2000, p. 65 ss.

GALGANO F., *Diritto privato,* nona ed., 1996.

GAMBINO A.M., *L'accordo telematico*, Milano, 1997.

GAMBINO A.M., *La promozione ed il collocamento a distanza di prodotti finanziari,* in *Banca e finanza tra imprese e consumatori,* a cura di GUACCERO A.– URBANI A., ed. Il Mulino, 1999, p. 313 ss.

GARONE G., *Extraterritorialità della jurisdiction statunitense*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 1996, p. 557 ss.

GAUDEMET TALLON H., *Les conventions de Bruxelles et Lugano*, in *LGDJ*, coll. Droit des affaires, 1996, p. 117 ss.

GIANNANTONIO E. – LOSANO M.G. – ZENO ZENCOVICH V. (a cura di), *La tutela dei dati personali. Commentario alla l. 675/1996,* Padova, 1999.

GIAQUINTO D. – RAGOZZO P., *Il sigillo informatico*, in *Notariato*, 1997, p. 80 ss.

GIARDINI A., *Il nuovo diritto internazionale privato*, in *Notariato*, 1995, n. 5, p. 437 ss.

GIOVA S., *La conclusione del contratto via Internet*, Quaderni della Rassegna di diritto civile diretta da P. PERLINGIERI, ESI, 2000.

GOUTAY P., *La fin du principe de concentration des ordres, in Banque magazine*, n° 644, février 2003, p. 28 ss.

GRIFFITHS D., *Trends in International Equity Issuance*, in BROWN M. – PALEY A., *Global Offering of Securities: Access to World Equity Capital Markets*, 1994, Graham & Trotman, pp. 4 – 7.

GROSSI P., *Globalizzazione, diritto, scienza giuridica*, in *Foro it.*, 2002, n. 5, c. 151 ss.

GUERNELLI M., *Il commercio elettronico e la firma digitale*, in *Giur. Comm.*, 2003, n. 1, I p. 70 ss.

GUERRA, in *La legge sulla privacy. La gestione del consenso un anno dopo. Le certezze e i punti ancora aperti*, Atti del Convegno CRIF, Milano, 1998, p. 83 ss.

GUGLIOTTA, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari. Commento al d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, a cura di CAPRIGLIONE F., Padova, 1997, *sub* art. 24, p. 209 ss.

HOFFMAN – JEFFRY S., *Regulation S*, in *Understanding the Securities Law*, Practising Law Institute, 1999, p. 351 ss.

HOGAN – ADELE N., *Reg. S and Rule 144A Offerings*. In: *Doing Deals 2001: Understanding the Nuts and Bolts of Transactional Practise*, Practising Law Institute, 2001.

HOPT K.J., *Le banche nel mercato dei capitali*, Giuffrè, 1995.

HOWARD DAVIES, in *Euro-Regulation, European Financial Forum Lecture* 8 aprile 1999.

HUET J., *Aspects juridiques du commerce électronique: approche Internationale*, in *Petites Affiches*, n° 116, 26 settembre 1997.

IMPERIALI R. – IMPERIALI R. *Internet e privacy: Usa e Italia a confronto,* in *Diritto e pratica delle Società*, 1999, n. 8, p. 36 ss.

IMPERIALI R. – IMPERIALI R., *La tutela dei dati personali.* Vademecum *sulla* privacy *informatica,* Milano, 1997.

IRTI N., *Studi sul formalismo negoziale,* Milano 1997.

JAEGER L. - DI ROBERT LA., *Marchés financiers: quel modes alternatifs de règlement des différends pour les europlaces,* intervento al seminario intitolato *« Comment les arbitres, médiateurs et experts peuvent-ils s'adapter aux évolutions des marchés et répondre aux attente des professionels? »*, in *Bull. Joly Bourse*, marzo - aprile 2001, rispettivamente a p. 128 e a p. 131.

JAEGER P.G., *Appunti sulla responsabilità da prospetto,* in *Quadrimestre,* 1986, p. 283 ss.

JENSEN F., *The Attraction of the US securities markets to foreign issuers and the alternative methods of accessing the US markets: from a legal perspective,* in Symposium, Entering the US Securities Markets: Opportunities and Risks for foreign Companies, *Fordham International Law Journal*, 1994, vol. 17, S35.

JORDAN – JON B., *Regulation S and Offshore Capital: Will the New Amendments Rid the Safe Harbor of Pirate?*, in *Journal of International Law and Business*, Northwestern School of Law, Fall 1998, p. 3 ss.

JOSPIN – NOE & DANTIN, Securities Act Registration Process, in *Understanding the Securities Laws,* Practising Law Institute, 2000.

KARMEL R.S. – HEAD M.S., *Barriers to foreign issuers entry in US markets*, in *Law & Policy in International Business*, 1993,vol. 24, p. 1224 ss.

KELLY J.D., *Let there be fraud (abroad): a proposal for a new US jurisprudence with regard to the extraterritorial application of anti-fraud provisions of the 1933 and 1934 securities act*, in *Law and Policy in International Business,* 1998, p. 477 ss.

KRAMER L., *Extraterritorial application of American Law after the Insurance Antitrust case*, in *American Journal of International Law*, 1995, vol. 89, p. 750 ss.

LAICATA NAPOLEONI, *Il testo unico dei mercati finanziari,* in *Gazzetta giuridica,* suppl. al n. 17 del 30 aprile 1998 – Anno VI, 12 ss.

LANGEVOORT D.C., *Shoembaum Revisted: Limiting the Scope of Antifraud Protection in an Internationalised Securities Marketplace,* in *Law and Contemporary Problems,* 1992, vol. 55, p. 254.

LANGLET PH. E P. - MARLY G., *La localisation des instruments dématérialisés*, in *Banque et droit*, settembre - ottobre, 2000, p. 3.

LENER R., *Forma contrattuale e tutela del contraente « non qualificato » nel mercato finanziario,* Milano, 1996.

LENER R., *La promozione televisiva dei prodotti finanziari,* in *Dir. inf.,* 1993, p. 1043 ss.

LENER R., *Le società di gestione del risparmio. Prevenzione dei conflitti di interesse e tutela del cliente.,* in *Banca, impresa e società,* 1999, 3, p. 351 ss.

LENER R., *Promotion and selling of financial products and services through the Internet,* in *Dir. comm. int.,* 2001, p. 829 ss.

LENER R., *Promozione e collocamento di prodotti finanziari e servizi di investimento tramite Internet,* in *Banca e Internet. Normativa e regolamentazione,* a cura di RIOLO F. – MASCIANDARO D., Roma, 2000, p. 213 ss.

LINDERT P. – WILLIAMSON J.G., «Globalization: A Long History», saggio presentato alla *Conferenza annuale della Banca Mondiale sullo sviluppo economico,* Barcellona, Word Bank, 25-27 giugno 2001.

LOO - THOMAS S., *Securities Act Registration Exemption. Understanding the Securities Laws 2000*, Practising Law Institute, 2000.

LOSS L., *Fundamentals of Securities Regulation,* Little, Brown and Company, Boston, Toronto, 1987, 2, p. 831 ss.

LOWENFELD A.F., *Conflict, Balancing of Interests, and the Exercise of Jurisdiction to Prescribe: Reflections on the Insurance Antitrust case,* in *American Journal of International Law*, 1995, vol. 89, p. 42 ss.

MAGNI S. – SPOLIDORO M.S., *La responsabilità degli operatori in Internet : profili interni ed internazionali,* in *Dir. inf.,* 1997, p. 61 ss.

MAIER H.G., *Jurisdictional Rules in Customary International Law,* in MEESSEN K.M., *Extraterritorial Jurisdiction* in *Theory and Practice,* Kluwer Law, 1996, p. 65 ss.

MAILANDER – CHRISTOPHER J., *Searching for Liquidity: United States Exit Strategies For International Private Equity Investment,* in *The American University International Law Review* (Washington College of Law, American University, 1997 (71), p. 22.

MAJORANA D., *Antiriciclaggio bancario. L'istituto giuridico, i suoi obiettivi ed i suoi strumenti,* in *Società bilancio e contabilità,* 1995, n. 12, p. 985 ss.

MANN F.A., *The Doctrine of International Jurisdiction Revisited After Twenty Years,* 186 Recueil des Cours de l'Académie de Droit International de la Haye, II, 1984, p. 15 ss.

MANN F.A., *The Doctrine of International Jurisdiction,* 111 Recueil des Cours de l'Académie de Droit International de la Haye, I, 1964, p. 49 ss.

MANN F.A., *The extremism of American extraterritorial jurisdiction,* in *International and Comparative Law Quarterly,* 1990, vol. 39, p. 410 ss.

MARCHETTI P., *Problemi in tema di commercializzazione di strumenti e servizi di investimento,* in *La riforma dei mercati finanziari,* a cura di FERRARINI G. – MARCHETTI P., Roma, 1998, p. 206 ss.

MARTINELLO P. – CRISIGIOVANNI L., *La tutela del consumatore europeo nel cyberspazio,* in *I sistemi alternativi di risoluzione delle controversie online,* a cura di PIERANI M. – RUGGERO E., Milano, 2002, p. 60 ss.

MARTINI M., *L'impatto delle tecnologie informatiche sull'industria bancaria e sui mercati finanziari,* in *Economia italiana,* 1999, n° 2, p. 353 ss.

MATHEWS J. – GIUSTI E., *I canali distribuitivi alternativi delle banche : il call center e il telephone banking,* in *Banche e banchieri,* 1999, n° 2.

MAVIGLIA R., *La legge n. 1 del 1991*, in *Le sim e la riforma del mercato finanziario*, a cura di VELO – BERLANDA, Milano, 1991, p. 72 ss.

MAVIGLIA R., *La pubblicità diretta a promuovere l'adesione ad operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio*, in RABITTI BEDOGNI – CANNIZZARO – MAVIGLIA, *La sollecitazione del pubblico risparmio*, Milano, 1994, p. 135 ss.

MENGOZZI P., *Il diritto comunitario e dell'Unione europea*, Padova 1997.

MERANI M.C., *Il problema del conflitto di interesse nell'intermediazione mobiliare*, in AA. VV., *I valori mobiliari*, a cura di ALPA G., Padova, 1991, p. 325 ss.

MINERVINI G., *Le Sim possono collocare prodotti bancari ed assicurativi?*, in *Giur. comm.*, 1999, II, p. 317 ss.

MIRABELLI G., *Le posizioni soggettive nell'elaborazione elettronica dei dati personali*, in *Dir. e inf.*, 1993, p. 313 ss.

MOSCONI F., Diritto *internazionale privato e processuale. Parte generale e contatti*, Utet, 2001.

NASCIMBENE B., *Comunità e Unione Europea. Codice delle istituzioni*, Giappichelli, Torino, 2002.

NASTRI M., *La firma digitale*, in *Noter- Notariato dell'Emilia Romagna*, n. 7, gennaio/giugno 1999, p. 9 ss.

NAVONE, *La rappresentatività delle associazioni dei consumatori e degli utenti*, in *La disciplina dei diritti dei consumatori e degli utenti*, a cura di Barba, Napoli, 2000, p. 59 ss.

NORTON J.J., *Extraterritorial Jurisdiction of US Antitrust and Securities Law*, in *International and Comparative Law Quarterly*, 1979, vol. 28, p. 575 ss.

O' HARA M., *Market Microstructure Theory*, 1997, Oxford, UK.

OBERTO G., *Offerta al pubblico*, in *Dig. disc. priv., Sez., civ.*, XIII, p. 9.

OBSTEFELD M. – TAYLOR A.M., «Globalization and Capital Markets», *NBER Working Papers*, n. 8846, mar. 2002.

OICV, *Securities activity on the Internet,* disponibile sul sito Internet http://www.iosco.org.

PACIFICO M., *La firma digitale in prospettiva europea,* in *Europa e diritto privato,* 1998, p. 1189 ss.

PAGE A.C. – FERGUSON R.B., *Investor protection,* Weidenfeld and Nicolson, London, 1998, p. 272 ss.

PAGNI, *Tutela individuale e tutela collettiva nella nuova disciplina dei diritti dei consumatori e degli utenti,* in *La disciplina dei diritti dei consumatori e degli utenti,* a cura di BARBA A., Napoli, 2000, p. 127 ss.

PAGNONI E., *Commento sub art. 30,* in ALPA G. –CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria,* Padova, 1998, p. 323 ss.

PANEBIANCO M., *Codice del Mercato Comune,* Giuffrè, Milano 1998.

PARALUPI A., *Responsabilità civile da prospetto: informazione e danno ingiusto,* in *Riv. Dir. comm.,* 2001, p. 565 ss.

PARDOLESI R. – ARCURI A., *Analisi economica del diritto,* voce dell'*Enciclopedia del diritto,* Aggiornamento, vol. VI, Giuffrè, 2002.

PARISI F., *Il contratto concluso mediante computer,* Padova, 1987.

PARRELLA F., *La disciplina speciale dell'offerta a distanza di "prodotti finanziari" e di "servizi di investimento",* in *Diritto della banca e del mercato finanziario,* 2000, p. 38 ss.

PATRONI GRIFFI A., *L'offerta fuori sede,* in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate,* a cura di PATRONI GRIFFI A. – SANDULLI M. – SANTORO V., Torino, 1999, p. 231 ss.

PATTI S., *Il consenso dell'interessato al trattamento dei dati personali,* in *Riv. dir. civ.,* 1999, II, p. 455 ss.

PEDRETTI L., *I servizi finanziari e bancari* on line*: normative di riferimento. Disciplina della promozione e del collocamento a distanza dei prodotti e dei servizi bancari da parte delle banche,* in *Dir. della banca e del mercato finanziario,* 2001, n. 1, p. 69 ss.

PETRULLI M., *La firma digitale e la disciplina antiriciclaggio,* in http://www.filodiritto.com/diritto/privato/informaticagiuridica, visitato l'8 maggio 2003.

PICCOLI P. – ZANOLINI G., *Il documento elettronico e la "firma digitale",* in *Riv. Notariato,* I, 2000, n. 4, p. 879 ss.

PIERANI M.- RUGGERO E. (a cura di), I *sistemi alternativi di risoluzione delle controversie on line,* Milano, 2002.

PIERANI M., *La crisi del diritto internazionale privato ed i sistemi alternativi di risoluzione delle controversie on line,* in *Il commercio elettronico,* a cura di FRANCESCHELLI V., Milano, 2001, p. 591 ss.

PIETRABISSA E., *La banca specialista : una via (quasi) obbligata,* in *Bancaria,* 1997, n° 11.

PLATTNER L., *Analisti finanziari e conflitto di interessi: il caso Enron,* disponibile sul sito www.jus.unitn.it/cardozo/Review/2002/Enron.pdf.

POCAR F.- TAMBURINI M., *Norme fondamentali dell'Unione e della Comunità Europea,* Giuffrè, Milano, 2000.

POCAR F., *Diritto dell'Unione e delle Comunità europee,* Giuffré, Milano, 2002.

PORTALE G.B., *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari, in L'informazione societaria,* Atti del Convegno di Studi, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, Milano, 1982, vol. I, p. 1169 ss.

PRADA M., *La régulation des marchés financiers dans le monde et la révolution technologique,* in *Bulletin mensuel COB,* n° 350, octobre 2000, p. 27 ss.

PREITE D., *In tema di sollecitazione del pubblico risparmio,* in *Giur. comm.,* 1986, II, p, 217 ss.

Proposition de règlement (CE) du Conseil du 14.07.1999 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décision en matière civile et commerciale, (COM (1999), 348 in fine, 99/0154 (CNS)).

RABITTI BEDOGNI C., *Commento all'art. 21, comma 1, lettere a e b, criteri generali,* in *Testo Unico della intermediazione finanziaria, Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998,* a cura della stessa, Milano, 1998.

RABITTI BEDOGNI C., in AA. VV., *Il promotore finanziario,* 1995.

RABITTI BEDOGNI C., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari,* a cura di CAPRIGLIONE F., Padova, 1997, *sub* art. 22, p. 189 ss.

RABITTI BEDOGNI C., *Le offerte fuori sede e a distanza di strumenti e servizi finanziari dopo il d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415,* in *Il diritto del mercato mobiliare,* a cura di RABITTI BEDOGNI C., Milano, 1997, p. 191 ss.

RABITTI BEDOGNI C., *sub* art. 30, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria, Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58,* a cura di RABITTI BEDOGNI, Milano, 1998, p. 247 ss.

Raccomandazione dell'*American Bar Association, Committee on the Law of Commerce in Cyberspace, Subcommittee on International Transaction, in* http.//www.dev.abanet.org/buslaw/cuber/interntrn.html.

RAZZANTE R., *Collocamento fuori sede di servizi finanziari e normativa antiriciclaggio,* (Nota a Ufficio Italiano Cambi, parere 31 gennaio 2000), in *Diritto della banca e del mercato finanziario,* 2000, II, p. 90 ss.

RAZZANTE R., *Norme antiriciclaggio: lo stato di attuazione e le linee di tendenza,* in *Amministrazione & finanza,* 1995, n. 18, p. 1003 ss.

RICCIUTO P., *Contratti bancari e assicurativi a distanza,* in *Bancamatica,* gennaio/febbraio 2002.

RICCIUTO P., *Firma digitale e antiriciclaggio nell'interpretazione dell'UIC,* in http://www.interlex.it/docdigit/ricchiu4.htm, visitato il 9 maggio 2003.

RIDOLFI P. - ANGELI F., *Firma digitale e sicurezza informatica. Tecnologie e normative,* Milano, 1998.

RISTUCCIA R., *Le offerte di prodotti e servizi finanziari su Internet,* in *Bancaria,* n. 5, 1997, p. 74 ss.

ROBERTSON A. – DEMETRIOU M., *But that was in another Country...: the extraterritorial application of US antitrust laws in the US Supreme Court,* in *International and Comparative Law Quarterly,* vol. 43, 1994, p. 417 ss.

RODORF R., *Sollecitazione all'investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori,* in *Foro it.,* 2001, n. 9, V, 266 ss.

RODOTÀ S., *Se non ci sono più confini, qualche limite è necessario,* Telèma, Primavera, 1997, p. 7.

RODRIK D., *Symposium on Globalisation in Perspective: An Introduction,* in *Journal of Economics Perspectives,* 1998, n. 4.

ROGNETTA G., *La firma digitale e il documento informatico,* Napoli, 1999.

ROMANO R., *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation,* in *Yale L. J.,* 1998, p. 2359 ss.

ROMANO R., *The genius of American Corporate Law,* AEI Press, Washington DC, 1993.

ROMANO R., *The State Competition Debate in Corporate Law,* in *Cardozo Law Review,* 1977, n° 8, p. 709 ss.

ROSI E., *Antiriciclaggio: la disomogeineità della direttiva nuova ma non troppo,* in *Diritto e Giustizia,* 2002, n. 5, p. 54 ss.

ROTH P.M., *Reasonable extraterritoriality: correcting the balance of interests,* in *International and Comparative Law Quarterly,* 1992, vol. 41, p. 251 ss.

ROZENFELD S., *Premier procès de la désinformation via Internet,* in *Expertises,* octobre 2000, p. 283 ss.

RUET L., *La passation des ordres de bourse via Internet,* in *Rev. Droit banquier et financier,* n° 3, mai/juin 2000, p. 194 ss.

SAITA F., *Il Mercato dei Titoli e dei CD Index-linked,* in *Banche e Banchieri,* 1995, n. 4.

SAITA F., *Le Opzioni Esotiche: Tipologie e Modalità di Utilizzo, Osservatorio del Mercato Mobiliare.* Rapporto Sull'Innovazione, n. 3, Università L. Bocconi, Milano, 1996.

SALANITRO N., *Società per azioni e mercati finanziari,* Milano, 1996.

SALANITRO N., *Società per azioni e mercati finanziari,* Milano, 2000.

SALVATICI A., *La banca virtuale,* in *Banche e banchieri,* 1996, n° 2.

SAMMARCO P., *Promozione e negoziazione dei prodotti finanziari tramite internet,* in *Dir. dell'inf. e dell'informatica,* 2000, n. 6, p. 1067 ss.

SARTORI F., *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto ?,* in *Rivista di diritto civile,* 2001, n. 2, II, p.191 ss.

SARZANA DI SANT'IPPOLITO F., *I problemi di giurisdizione e di soluzione delle controversie mediante conciliazione ed arbitrato,* in *Manuale del commercio elettronico,* a cura di TRIPODI E.M. – SANTORO F. – MISSINEO S. con la collaborazione di BUSSETO A., Milano, 2000, p. 555 ss.

SBISÀ G., *Promessa al pubblico,* in *Enc. giur.* Treccani, *XXVI,* Roma, 1991.

SCARPA C., *The theory of quality regulation and self-regulation: Towards an application to financial markets,* 1997, mimeo.

SCHERER S.W., *The Stockbrokers' Duty of Carein the U.S. and U.K. The Need for a Suitability Doctrine,* in «The Company Lawyer», p. 2 ss.

Securities and Exchange Commission, Use of Internet Web Sites to Offer Securities, Solicit Securities Transactions or Advertise Investment Services Offshore, in *International Series Release,* n. 1125 del 23 marzo 1998.

Security and Exchange Commission, «On line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace», rapporto pubblicato nel mese di novembre 1999.

SHAPIRO C., *Premium for high quality products as returns to reputations,* in *Quarterly Journal of Economics,* 1983, n. 98, p. 659 ss.

SICA S., *La "riforma" della* privacy *ed il nuovo sistema di informativa e consenso: ben più di una modifica applicativa,* in *Corriere giuridico,* n. 4/2002, p. 537 ss.

SMARGIASSI M., *Le innovazioni del decreto Eurosim in materia di offerta fuori sede ed il ruolo dei promotori finanziari,* in *Riv. dir. comm.,* 1997, I , p. 694 ss.

STARK C., *Antitrust in the international business environment,* in *International Law and Politics,* 1995, vol. 27, p. 659 ss.

STECCO M., *Il commercio elettronico: verso nuovi rapporti tra imprese e mercati,* a cura di SCOTT W. G. – MURTULA M.– STECCO M., Isedi, 1999, p. 101 ss.

STELLA RICHTER JR., *Prime osservazioni su intermediazione finanziaria e internet,* in *Dir. dell'inf. e dell'informatica,* 2000, p. 435 ss.

STROZZI G., *Diritto istituzionale dell'Unione europea. Dal Trattato di Roma al Trattato di Amsterdam,* Giappichelli, Torino 1998.

TAPIA J.C. – PINTO I., *Donner confiance aux client,* in *Banque magazine,* supplément au n° 628, septembre 2001, p. 19 ss.

TESAURO G., *Diritto comunitario,* Cedam, Padova, 2001.

TIZZANO A., *Codice dell'Unione europea. Il Trattato di Maastricht, il Trattato C.E. e i testi collegati,* Cedam, Padova, 1995.

TIZZANO A., *La competenza dell'Unione e il principio di sussidiarietà,* in *Il Diritto dell'Unione Europea,* 1997, n. 1, p. 229 ss.

TOSI E. (a cura di), *I problemi giuridici di Internet,* Milano, 2001.

TREVINO L.F.M., *Access to US Capital Markets for Foreign Issuers: Rule 144A Private Placement,* in *Houston Journal of International Law,* 1993,vol. 16, p. 175 ss.

TRICOU J., *Une directive ambitieuse,* in *Banque magazine,* n° 644, p. 20 ss.

TRIPODI E.M. – GASPARINI M., *Firma digitale e documento informatico,* Roma, 1998.

TRIPODI E.M., *«Divagazioni» giuridiche in tema di commercio elettronico*, in *Corr. giur.*, 2000, p. 1385 ss.

UIC, *"La firma digitale: strumento idoneo a identificare un soggetto ai sensi della normativa antiriciclaggio"*, parere espresso il 14 giugno 2001.

VALENTINO P., FOCUS SUL *big bang del mercato finanziario italiano*, in *Società*, 1996, p. 999 ss.

VENTORUZZO M., *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2003.

VENUTI M.C., *Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Riv. europea e dir. priv.*, 2000, p. 1084 ss.

VERBIEST TH., *Droit international privé et commerce électronique*, in *Juriscom.net*, disponibile sul sito html://www.iuriscom.net/pro/2/ce20010213.htm .

VERGANI E, *Il* brokeraggio *assicurativo: l'apertura della Cassazione sulla tipizzazione sociale del contratto*, nota a Cass. n. 8467/98, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, Milano, 1999, nn. 2-3, p. 669 ss.

VETTORI G., *Privacy e diritti dell'interessato*, in *Resp. Civ.*, 1998, p. 885 ss.

VILLANI U., *La convenzione di Roma sulla legge applicabile ai contratti*, Cacucci, Bari, 2000.

VISENTINI G., *La disciplina del conflitto d'interessi nel mercato mobiliare: società azionarie, società di intermediazione mobiliare, società di gestione del risparmio*, relazione presentata al Convegno su "*La tutela dell'investitore non professionale*", Padova, 12 aprile 2002.

VITTA E., *La convenzione C.E.E. sulle obbligazioni contrattuali e l'ordinamento italiano*, in *Riv. dir. int. priv. e proc.*, 1981, p. 841 ss.

WALKER – RICHARD H. – SEYMOUR - GORDON J., *Recent Judicial and Legislative Developments Affecting the Private Securities Fraud Class Action*, in Arizona Law Review, 1998, p. 40.

WATERS M., *Globalisation*, New York, Routledge, 2001.

WINTER R., *State Law, Shareholder Protection, and The Theory of the Corporation,* in *Jour. Legal Stud.* 1977, p. 251 ss.

WYMEERSCH E., *From Harmonisation to Integration in the European Securities Markets,* in *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation,* 1981, 3, p. 1 ss.

ZADRA G., *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, seconda ed., a cura di MAGNONI A. – VALENTINO P., Milano, 1995, pp. 169-170.

ZAGAMI R., *Firma digitale e sicurezza giuridica nel d.p.r. 10 novembre 1997, n. 513 e nel d.p.c.m. 8 febbraio 1999,* Cedam, 2000.

ZAGAMI R., *Firme "digitali", crittografia e validità del documento elettronico*, in *Dir dell'inf. e dell'informatica*, 1996, p. 151 ss.

ZAGAMI R., *La firma digitale tra soggetti privati nel regolamento concernente "atti, documenti e contratti in forma elettronica"*, in *Dir. dell'inf. e dell'informatica,* 1997, p. 903 ss.

ZANETTI VITALI, *La tutela dei minori nel commercio elettronico,* in *Il commercio elettronico,* a cura di FRANCESCHELLI V., Milano, 2001, p. 109 ss.

ZANGHI'C., *Istituzioni di diritto dell'Unione europea,* Giappichelli, Torino, 2000.

ZANOTTI M., *Falsità del prospetto informativo ex art. 18 l. 216/1974 e incriminazioni pertinenti,* nota a Cass., sez. V civ., 9 aprile 1991, n. 226; App. Milano, 30 luglio 1990, in Banca e borsa, 1992, fasc. II, pt. 2, p. 158 ss.

ZENO ZENCOVICH V., *La tutela del fruitore di servizi finanziari resi attraverso reti telematiche,* in *Il diritto dell'inf. e dell'informatica,* Milano, 2001, p. 685 ss.

ZITIELLO L., *Commento all'art. 30,* in *Il testo unico della finanza,* a cura di BELLI F. –MAZZINI F. – TEDESCHI R., Milano, 1998, p. 51 ss.

ZITIELLO L., *L'offerta fuori sede di strumenti finanziari e di servizi di investimento,* in *AA. VV., La riforma dei mercati finanziari, dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza,* a cura di FERRARINI G. - MARCHETTI P., Milano, 1998, p. 215 ss.

ZITIELLO L., *L'offerta fuori sede,* in *Il nuovo diritto societario e dell'intermediazione finanziaria. Guida al Testo Unico della Finanza e ai provvedimenti attuativi,* a cura di DI NOIA C. – RAZZANTE R., Cedam, 1999, p. 143 ss.

ZITIELLO L., *La disciplina dei contratti nel testo unico dell'intermediazione finanziaria,* in *Contratti,* 1998, p. 171 ss.

ZITIELLO L., *Offerta fuori sede, promotori finanziari e collocamento a distanza nel reg. Consob n. 11522,* in *Società,* 1998, n. 10, p. 1144 ss.

GIURISPRUDENZA STRANIERA

Alfadda v. Fenn, (Alfadda) 751 F.Supp 1114, 1115 (S.D.N.Y. 1990); 935 F.2d 475 (2nd Cir. 1991); 112 S. Ct. 638 (1991).

American Banana Co. v. United Fruit Co., 213 U.S. 347 (1909).

Bersh v. Drexel Firestone, (Bersh) 519 F.2d 974 (2nd Cir. 1975).

Consolidated Gold Field PLC v. Minorco SA, (Minorco) 698 F. Supp. 487 (S.D.N.Y. 1988); 713 F.supp. 1457 (S.D.N.Y. 1989); 871 F.2d 252 (2nd Cir. 1989).

Continental Grain v. Pacific Oilseeds, Inc., 592 F.2d 409 (8th Cir. 1979).

Corte Permanente di Giustizia Internazionale del 7 settembre 1927, *The Lotus* (France v. Turkey), PCIJ, ser. A, n. 10.

Gruenthal GmbH v. Hotz 712 F.2d 421 (9th Cir. 1983)

Gustafson v. Alloyd Co., 115 S.Ct., 1061, 1995.

Hartford Fire Insurance Co. V. California, (Hatford Fire) 723 F.Supp. 464 (N.D. Ca 1989), 938 F.2d 919 (9th Cir. 1991), 113 S. Ct. 2891 (1993).

IIT v. Vencap, Ltd., (Vencap) 519 F.2d 1001, 1017 (2nd Cir. 1975).

Iotoba Limited v. Lep Group PLC, (Iotoba) 54 F.3d 118 (2nd Cir. 1995), cert. Denied, 116 S.Ct. 703 (1996).

Leasco Data Processing Equipment Corp. V. Maxwell, (Leasco) 468 F.2d 1326 (2d Cir. 1972).

Mannington Mills, Inc v. Congoleum Corp. 595 F.2d 1287, (3rd Cir. 1979).

San Leandro Emergency Medicall Group Profit Sharing Plan v. Philipp Morris Cos., 75 F. 3d 801, 808 (2d Cir. 1996).

Shoenbaum v. Firstbrook, (Shoenbaum) 405 F.2d 200 (2nd Cir. 1968).

Supreme Court, in Reves v. Ernst &Young, 494 US 56 (1990).

Supreme Court, in International Brotherhood of Teamstears v. Daniel, 439 US 551 (1979) *Supreme Court,* in Marine Bank v. Weaver, 455 US 551 (1982).

Timberlane Co. v. Bank of America 549 F. 2d 597 (9th Cir. 1976).

U.S.A. v. Aluminium Co. of America, (Alcoa), 148 F. 2d 416 (2nd Cir. 1945).

Voit v. Wonderware Corp., 977 F.Supp. 363 (E.D.Pa. 1997).

Zoelsch v. Arthur Andersen 824 F.2d 27 (D.C. Cir. 1987).

GIURISPRUDENZA ITALIANA

Trib. Milano 20 febbraio 1997, n. 1888.

Cass., 14 novembre 1997, n. 11279, in *Foro it.,* 1998, I, 3292, con nota di CATALANO G., *L'utilità di una sentenza «anacronistica»: gli «swaps» in Corte di Cassazione.*

Trib. Napoli, 25 novembre 1998, in *Foro it.,* Rep. 1999, voce *Valori mobiliari,* n. 121, e *Giur. comm.,* 1999, II, p. 315, con nota di MINERVINI G., *Le Sim possono collocare prodotti bancari ed assicurativi ?*

App. Milano 26 gennaio 1999, n. 204.

App. Milano 13 aprile 1999, n. 855.

App. Milano 19 giugno 1999, n. 1735 (conferma Trib. Milano 12 dicembre 1996/20 febbraio 1997).

CIRCOLARI

Circolare Isvap n. 241/95.

Circolare Banca d'Italia 21 aprile 1999, n. 229, in supplemento straordinario alla G.U. n. 119 del 24 maggio 1999 – Serie Generale.

Circolare Aipa 26 luglio 1999, n. Aipa/CR/22, istitutiva dell'albo dei soggetti cerificatori.

Circolare Isvap n. 393/D del 17 gennaio 2000.

COMUNICAZIONI E DELIBERE CONSOB

Comunicazione Consob n. SGE/RM/91007552 del 12 dicembre 1991.

Comunicazione Consob n. BOR/RM/92002207 del 3 aprile 1992.

Comunicazione Consob n. BOR7RM794004962 del 17 maggio 1994, in Bollettino Consob, 1994, fasc. 5, p. 209.

Comunicazione Consob n. 94005134 del 23 maggio 1994.

Comunicazione Consob n. BOR/RM/94005133 del 23 maggio 1994.

Comunicazione Consob n. BOR7RM94009750 del 25 ottobre 1994, in Bollettino Consob, fasc. 10, p. 253.

Comunicazione Consob n.DAL/RM/95001369 del 17 febbraio 1995.

Comunicazione Consob n. DAL/RM/96004369 del 15 maggio 1996, in Bollettino Consob, 1996, fasc. 5, p. 48.

Comunicazione Consob n. DAL/RM/96005883 del 18 giugno 1996.

Comunicazione Consob n. DAL/RM/96008280 del 9 settembre 1996.

Comunicazione Consob 5769/1996.

Comunicazione Consob 11645/1997.

Comunicazione Consob 12019/1997.

Comunicazione Consob 5573/1997.

Comunicazione Consob n. DI/98063298 del 30 luglio 1998, in Bollettino Consob n. 7/1998, p. 142.

Comunicazione Consob n. DI/98068214 del 21 agosto 1998, in Bollettino Consob, 1998, fasc. 8, p. 39.

Comunicazione Consob n. DIS/98097506 del 22 dicembre 1998.

Comunicazione Consob n. 98097747 del 24 dicembre 1998.

Comunicazione Consob n. DI/99006372 del 29 gennaio 1999, in Bollettino Consob, 1999, fasc. 1, p. 63.

Comunicazione Consob n. DI/99008504 dell'8 febbraio 1999.

Comunicazione Consob n. DI/99027949 del 1 3 aprile 1999, in Bollettino Consob, 1999, fasc. 4, p. 62.

Comunicazione Consob n. DIS/99051449 del 1° luglio 1999, in Bollettino Consob, 1999, fasc. 7, p. 44.

Comunicazione n. DIS/99051449 dell'1 luglio 1999.

Comunicazione Consob n. DI/99052838 del 7 luglio 1999, in Bollettino, n.7/1999, p. 48 e disponibile sul sito www.consob.it.

Comunicazione Consob n. DI/99065403 del 3 settembre 1999, in Bollettino Consob n. 9/1999, p. 40.

Comunicazione Consob n. DIS/99088087 del 30 novembre 1999.

Comunicazione Consob n. DI/99091709/1999 del 15 dicembre 1999, disponibile sul sito www.consob.it.

Comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000.

Comunicazione Consob n. DI/45021 dell'8 giugno 2000, in Bollettino *Consob* n. 6/2000, p. 59.

Comunicazione Consob n. DIN/56016 del 21 luglio 2000.

Comunicazione Consob n. DIN/ 58349 del 28 luglio 2000.

Comunicazione Consob n. DEM/<1027182> de 12 aprile 2001.

RACCOMANDAZIONI COB

Recommandation COB 3 mai 1999, disponibile sul sito Internet htpp://www.cob.fr.

Recommandation n° 99-02 relative à *la promotion ou la vente de produits collectifs ou de services de gestion sous mandat* via *l'Internet*, in Bulletin mensuel COB juillet-août 1999, p. 35 ss.

Recommandation n° 2000-02 relative à *La diffusion d'informations financières sur le forum de discussion et les sites Internet dédiés à l'information ou au conseil financier,* disponibile sul sito htpp://www.cob.fr.

DECISIONI CMF

DG n° 99-07 relative aux prescriptions et recommandations pour le prestataires de services d'investissement offrant un service de

réception-trasmission d'ordres de bourse comportant une réception d'ordres via Internet, in *Bulletin Joly Bourse et produits financiers* 1999, p. 618.

SITI UTILI

CONSOB: *http://www.consob.it.*

SEC : *http://www.sec.gov*

FSA : *http://www.fsa.gov.uk*

COB: *http://www.cob.fr*

Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel : *http://www.bawe.de*

CNMV : *http://www.cnmv.es*