“L’analisi economica del diritto: banche, società e mercati”. Cacucci Ed. Bari **(2004) a cura di Enzo Rossi**

Instabilità dei mercati finanziari e sicurezza degli investitori

Enzo Rossi

Abstract. The paper reviews the recent Argentina financial crisis in order to outline the underlying reasons of the financial market instability, which has undermined investors’ confidence. Subsequent regulations by International bodies are esamined, and proposals to stabilize the markets are presented.

Le frequenti crisi bancarie e valutarie verificatesi negli anni recenti rivelano con ampia evidenza come il tema della sicurezza degli investitori sia strettamente connesso a quello della stabilità dei mercati finanziari.

Questi argomenti coinvolgono le norme contrattuali che legano gli investitori con gli intermediari finanziari e i gestori dei fondi. Fenomeni di *insider trading* e azzardo morale costituiscono la regola piuttosto che l’eccezione in questo tipo di rapporto e sono una causa di comportamenti imitativi con conseguenti bolle speculative che rendono fragile il sistema dei crediti internazionali ed il mercato dei cambi. Le aspettative di intervento del FMI a sostegno dei paesi debitori causano azzardo morale e, una volta che la crisi si sia manifestata, rendono più difficile il coordinamento dei creditori e il processo di ristrutturazione del debito. In assenza di chiare regole di comportamento il valore di mercato del debito è destinato a diminuire, con maggior danno per gli stessi creditori.

L’Architettura Finanziaria Internazionale delineata nel *summit* dei G7 del giugno 1999 indicava chiaramente i punti sui quali intervenire per assicurare maggiore stabilità ai mercati finanziari:

1) aumentare la trasparenza e adottare regole ottimali di comportamento sul mercato;
2) rafforzare la regolamentazione finanziaria nei paesi industrializzati;
3) rafforzare le politiche macroeconomiche nei paesi emergenti;
4) accrescere la prevenzione e la gestione delle crisi, coinvolgendo il settore privato;
5) promuovere politiche sociali, per proteggere le parti più deboli della società.

Queste indicazioni appaiono adeguate e chiare. Tuttavia non è facile tradurle in norme di comportamento per gli attori operanti sui mercati finanziari. I meccanismi economici che possono armonizzare i diversi interessi per favorire l’efficienza dei

mercati devono ancora essere studiati in modo sistematico. Le regole e le norme che devono disciplinare questi interessi devono essere esaminate in rapporto alla legislazione dei singoli stati e dei principi del diritto internazionale.

Nell'esposizione che segue cercherò di esplicitare alcuni meccanismi che rendono instabili i mercati finanziari evidenziando, l'importanza di quelle norme contrattuali che possono prevenire le conseguenze dell'informazione asimmetrica fra risparmiatori e intermediari finanziari e della regolamentazione del processo di ristrutturazione del debito.

Saranno ovviamente coinvolti i punti 1), 2) e 4) dell'Architettura Finanziaria Internazionale. Eviteremo quindi di riportare fatti e commenti che riguardano i punti 3) e 5).

Una riflessione preliminare, al fine di focalizzare i problemi rilevanti, deve riferirsi alle crisi recenti. In particolare la crisi dell'Argentina, appare idonea a fornire "lezioni" allo studioso, perché ripropone, ultima in ordine di tempo, tutti i problemi già manifestatisi in crisi precedenti, ma anche perché ne pone alcuni di tipo nuovo.

1. **La crisi Argentina**

La crisi Argentina si caratterizza per essere non solo una crisi creditizia e valutaria, come altre che l'hanno preceduta, ma una crisi del debito sovrano. Il debito estero ammontava, al momento dello scatenarsi della crisi, a 230 miliardi di dollari, di cui 170 di debito pubblico e 60 miliardi di dollari del settore privato. Questo debito, coinvolge una vasta platea di creditori: per quanto riguarda l'Italia, ad esempio, secondo stime ABI sono coinvolti circa 350.000 risparmiatori, con un credito di un controvalore nominale pari a 14 miliardi di dollari. Di questi, secondo Assogestioni, 6 miliardi di dollari costituirebbero l'esposizione dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali. Sempre secondo l'ABI, l'esposizione creditizia del sistema bancario italiano verso debitori argentini ammonterebbe a 8 miliardi di dollari.

Complessivamente l'Italia risulterebbe pertanto esposta per circa 28 miliardi di dollari, oltre il 12% del totale del debito estero argentino.

La prima domanda che emerge dall'esame di questi dati è pertanto: come è possibile che investitori razionali abbiano assunto rischi di così vasta portata e quale è stato il ruolo degli intermediari finanziari nel guidare le scelte degli investitori?

La seconda domanda è: cosa si può fare per tutelale gli interessi dei creditori?

Apparentemente il processo di ristrutturazione del debito non è ben coordinato:

Si sono costituiti comitati di difesa degli investitori in tutti gli Stati in cui l'esposizione è significativa.

I governi nazionali hanno avviato colloqui con le autorità argentine, che per il momento hanno richiesto sostegno per favorire una rapida soluzione della crisi economica e sociale.

Un grande investitore americano, la DCA Grantor Trust, ha intentato una causa avverso la Repubblica Argentina e la Provincia di Buenos Aires presso la Southern District Court di New York, chiedendo la restituzione degli interessi e del capitale investito in obbligazioni da esse emesse, per un ammontare complessivo di 1.265 miliardi di dollari. Al momento è l'unico caso di giudizio pendente.

Alcune aziende private hanno continuato a pagare le cedole di interesse; alcune hanno già proposto una rinegoziazione del debito a breve (è il caso del Banco Hipotecario); alcune altre hanno annunciato una moratoria (Aguas Argentina e Telecom Argentina).

Si è costituito il CITA, Comitato Investitori in Titoli Argentini, che rappresenta gli interessi di tutti gli aderenti alle quattro associazioni di consumatori italiane, che al momento sta provvedendo ad una raccolta di adesioni e di dati. L'obiettivo è duplice: rafforzare la rappresentanza ufficiale italiana nella trattativa con la Repubblica Argentina, valutare se ci sono gli elementi per intentare una causa agli intermediari finanziari (bancari e non) che hanno venduto i titoli argentini ai privati risparmiatori.

Si sono costituiti una serie di *comitati spontanei*, in varie città italiane, il cui intento è al momento meno chiaro, ed eventualmente più orientato a ricercare elementi di contenzioso con le banche.

Il Governo italiano sta cercando di sfruttare spazi negli accordi bilaterali firmati con l'Argentina, per ottenere un trattamento di favore per i risparmiatori nel momento della rinegoziazione.

Il governo argentino da un lato deve agire sull'*economia interna*, depressa da quattro anni di recessione, dalla perdita di potere di acquisto dei salari, da una crescente disoccupazione e dalla perdita di competitività indotta dal precedente ancoraggio del pesos al dollaro ad una parità insostenibile. Dall'altro deve mettere in atto il *menu di riforme standard proposto dal Fondo Monetario* per ottenere il *sostegno finanziario* necessario per fronteggiare la crisi di liquidità: le misure chieste dal FMI sono la *riforma fiscale*, la *riduzione del deficit pubblico*, la *libera fluttuazione* del cambio, la strategia di politica monetaria e l'*indipendenza della banca centrale*, la liberalizzazione

dell'economia, l'*abolizione delle restrizioni* sui mercati dei capitali e sull'accesso ai depositi bancari.

Inoltre, deve agire in modo da *limitare i disagi alla popolazione* connessi all'aggiustamento macroeconomico necessario prima di avviare qualunque negoziato con i creditori internazionali.

Il governo argentino sostiene che il supporto finanziario di breve termine che dovrà venire dalle Istituzioni internazionali, Fondo Monetario in testa, non potrà essere inferiore a 25 miliardi di dollari.

Il governo argentino sostiene che tale supporto dovrà avvenire *prima* della verifica delle condizioni e dei progressi del recente piano di stabilizzazione, per favorirne il successo.

Il Fondo Monetario ha avviato i colloqui con il governo argentino già dall'insediamento di Duhalde ad inizio gennaio. Fino ad ora tuttavia i colloqui non hanno prodotto il finanziamento richiesto dal governo; quello che il fondo Monetario ha voluto comunque mettere in chiaro è che in *nessun caso i finanziamenti saranno concessi al fine di ripagare i creditori internazionali o salvare le istituzioni private argentine dal fallimento*.

Come risultato di una imperfetta concertazione fra i creditori e di questi con il Governo e con le Istituzioni Internazionali, il valore massimale dei titoli del debito sovrano argentino, già sceso a marzo 2002 al 26%, e attualmente (luglio 2002) pari al 18%.

2. **Rapporti fra investitori e intermediari finanziari**

Sono tipicamente rapporti di agenzia, con presenza di informazione asimmetrica e conflitti di interessi. Distinguiamo la intermediazione dirette e gestione di fondi.

2.1 Intermediazione diretta

I rapporti degli investitori con gli intermediari (soprattutto banche) dovrebbero consentire una corretta valutazione dei rischi da parte dei sottoscrittori, che comunque dovrebbero assumersi i rischi di mercato. Questo non sempre avviene a causa di conflitto di interesse dell'intermediario. Tipicamente le commissioni di sottoscrizione offerte dall'emittente sono più alte se i rischi sono maggiori, per cui l'intermediario è portato a promuovere la sottoscrizione di tali titoli, fornendo informativa carente o

distorta. Per prevenire questa occorrenza, gli intermediari sono normalmente sottoposti a regole di *due diligence*. Nel caso italiano esse sono contenute in:

A. Testo Unico sulla Finanza (TUF) D.L. 24 febbraio 1998 n. 58.
B. Delibera Consob di attuazione del TUF. D. Cons. 1 luglio 1998 n. 11522.
C. Delibera Consob in materia di emittenti D. Cons. 14 maggio 1999 n. 11974.

I tratti salienti di questi disposti e alcune considerazioni sulla posizione attuale degli investitori sono riportati nell'Appendice A.

E' evidente l'intento di ridurre l'asimmetria informativa e i conseguenti comportamenti di azzardo morale. Sono inoltre stabilite le norme atte a eliminare i conflitti di interesse o, ove presenti, l'obbligo di darne comunicazione ai sottoscrittori.

A titolo di esempio, si riporta quanto l'investitore avrebbe potuto desumere, riguardo ai rischi di mancato rimborso del capitale e degli interessi se gli fosse stato consegnata la Nota integrativa al Prospetto Informativo delle Obbligazioni Repubblica Argentina, emesse per 300 milioni di Euro, con scadenza 7 dicembre 2004, rimborso alla pari e cedola del 10% annuo.

Nella nota si legge, tra l'altro "… Gli elevati livelli, sia degli obblighi di rimborso negli anni a venire – dal 2000 al 2005 giungeranno a scadenza circa 37.8 miliardi di dollari USA di debito estero del settore pubblico – sia del deficit delle partite correnti indicano che l'Argentina, per onorare gli obblighi assunti negli anni a venire, continuerà a dipendere da ingenti importazioni di capitale, anche tramite l'accensione di nuovi debiti con l'estero. Per l'ottenimento di questi finanziamenti sarà necessario un contesto internazionale ragionevolmente amichevole nonché il perdurare, con risultati positivi, dell'attuale politica economica del paese e l'assenza di ricadute nell'instabilità politico-economica che ha spesso afflitto l'Argentina in questi ultimi decenni".

Da ultimo: "… Nell'eventualità in cui l'Argentina subisse un'altra crisi politico-economica, non può esservi garanzia che: 1) non ricominci una fuga di capitali causata dal clima di sfiducia; 2) continuino le necessarie importazioni di capitale; 3) possa essere mantenuta la parità fissa 1:1 USD/Peso; 4) siano onorati gli obblighi di pagamento del debito estero; 5) non si verifichino fallimenti di banche ed altre imprese. Il rischio che si materializzi un tale scenario è aumentato sulla scia della recente turbolenza svalutativa in Brasile. **Pertanto le Obbligazioni sono adatte unicamente ad investitori speculativi ed in condizione di valutare e sostenere rischi speciali**".

La fonte della impropria assunzione di rischi e conseguente fragilità del debito, potrebbero in questo caso ricondursi ad una non puntuale applicazione dei principi di *due diligence*.

Le eventuali sanzioni da parte della Consob ed il successo delle eventuali azioni di rivalsa degli investitori potrebbero mettere in luce le responsabilità e prevenire futuri comportamenti di azzardo morale.

L'adeguatezza in tal senso del corpo sanzionatorio e della disciplina civilistica pertinente necessita di uno studio approfondito, anche secondo i principi della *law and economics*.

3. **Fondi di investimento e gestioni patrimoniali**

I principali problemi derivano dei rapporti agente/principale. Anche qui i risparmiatori dispongono di informazioni meno approfondite, riguardo ai rischi di mercato. I contratti di mandato, che dovrebbero attuare forme di tutela implicite, usualmente contengono: il profilo di rischio del cliente, l'universo degli investimenti interessati, i *benchmark* di riferimento per il raffronto dei risultati gestionali.

I problemi che contratti imperfetti generano per la stabilità dei mercati finanziari sono stati largamente studiati e dibattuti e sono oggetto di considerazione in seno alla IOSCO. Ricordiamo in particolare, per quanto riguarda le clausole di *benchmark*, che esse sostanzialmente sottraggono l'agente (gestore) dei rischi insiti nelle scelte di portafoglio, causando comportamenti imitativi (*herding behaviour*) e bolle speculative. La scelta degli stessi *benchmark* da parte della maggioranza dei gestori lascia inoltre ai gestori dei *benchmark* medesimi un ampio potere di guidare il mercato, con conseguente insorgenza di comportamenti speculativi. Con particolare riferimento agli *hedge funds* sono stati rilevati eccessi nell'uso delle leve finanziarie, che implicano una totale assenza di informativa per i risparmiatori sulla natura e l'entità dei rischi sottostanti. A questo fanno riscontro contratti di mandato senza limiti di durata senza restrizioni sulla natura degli investimenti.

Inoltre di *hedge funds* sono spesso collocati in centri *off shore* quindi non sono sottoposti a regole di vigilanza e non sottostanno a normative fiscali, se non quelle (molto blande) del paese ospitante.

In definitiva, se le regole sono troppo sono troppo rigide per i fondi, per gli *hedge funds* sono troppo flessibili. In entrambi i casi le regole non sono atte ad evitare comportamenti destabilizzanti.

Fra le soluzioni per migliorare la contrattualistica, proponiamo:

- Eliminare il parametro di raffronto (benchmark) per sostituirlo con il concetto di media di settore.
- Allungare il tempo di rendicontazione al cliente, usualmente di quattro mesi, che induce i gestori ad inseguire obiettivi "miopici" per tenere alte le quotazioni. Introdurre un *holding period* più coerente con i criteri delle scelte di portafoglio.
- Certificare gli obiettivi specialistici dei fondi ed istituire un *rating* delle società di gestione, da assegnarsi ad idonee scadenze (due volte l'anno) da parte di agenzie indipendenti.

4. **Ristrutturazione del debito sovrano**

Una volta che il debito sia conclamato, un ordinato processo di ristrutturazione dovrebbe prevedere il coordinamento delle azioni intraprese dai creditori e di queste con le azioni del Governo e delle Istituzioni Internazionali. Le normative internazionali e nazionali, come rivelato dal caso dell'Argentina, sono decisamente carenti.

E' necessario intervenire per imporre ai debitori una più cogente disciplina di mercato, fondata su una corretta valutazione dei rischi da parte dei sottoscrittori, regolamentare i conflitti di interesse, eliminare l'azzardo morale.

Gli studi suscitati da questi problemi di nuovo tipo contengono le linee per un "meccanismo di ristrutturazione del debito sovrano" o SDRM (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*).

Il meccanismo deve essere in grado non solo di consentire la ristrutturazione del debito una volta che la crisi sia avvenuta, ma anche di prevenire le crisi, evitando che debiti ancora sostenibili vengano travolti da repentine cadute di fiducia, amplificate dalla consapevolezza degli investitori che una eventuale crisi non sarebbe gestita in maniera ottimale.

Alla luce delle vicende argentine, le perdite generate da una ritardata o incompiuta ristrutturazione del debito sono:

- perdita di fiducia degli investitori internazionali e dei risparmiatori domestici;
- caduta del valore di mercato del debito con maggiori perdite per i creditori e più alti costi per i debitori;
- possibili fughe di capitali e maggiori probabilità di *default* per il sistema bancario domestico.

Negli studi dell'IMF (in particolare di Anne Krueger) vengono delineate le caratteristiche di un SDRM.

Un processo di ristrutturazione del debito può ispirarsi ai processi adottati per i debiti di istituzioni private, ma nel caso del debito sovrano ci sono importati differenze.

Il primo problema riguarda la dichiarazione di insolvenza, che non può essere richiesta dai creditori, ma deve essere decisa dal Governo Sovrano.

In secondo luogo, le procedure di liquidazione usualmente seguite per una società privata non possono essere seguite nei confronti di uno Stato sovrano.

Terzo, molti ordinamenti giuridici nazionali consentono ai creditori di agire unilateralmente.

Quarto, non è possibile limitare le azioni di uno stato sovrano, ad esempio l'esercizio dei poteri fiscali.

Un esempio di queste differenze viene dagli Stati Uniti, ove il Bankrupty Code prevede il caso di *default* delle *Municipalities*.

Le caratteristiche desiderabili di uno SDRM dovrebbero essere:

- la creazione di una maggioranza qualificata di creditori, con poteri di stipulare accordi riguardanti l'intero debito in *tutte* le sue forme (attualmente ci sono solo regole riguardanti singole emissioni).
- Salvaguardare le priorità di certi tipi di crediti (crediti privilegiati).
- Indire una moratoria del debito solo nel caso in cui non sia stato raggiunto un accordo *prima* del *default*.
- Se la crisi avviene, allora una maggioranza di creditori dovrebbe avere la possibilità di bloccare azioni legali intraprese da una minoranza prima che si raggiunga un accordo. Questa norma va estesa alla totalità delle emissioni del debito.
- Tutelare gli interessi dei creditori durante la moratoria. Ciò comporta che i creditori non possano contrattare pagamenti separati; che il debitore debba agire in modo da preservare il valore del debito (il Governo dovrebbe intraprendere credibili azioni di risanamento economico, agendo in sintonia con le Istituzioni Internazionali); che, quando necessario, vengano imposti controlli alla fuori uscita di capitoli.
- Facilitare i finanziamenti privati di soccorso. L'attuale ordinamento, che non genera credibili azioni di ristrutturazione, non fornisce incentivi in tal senso.

Un punto da evidenziare è che una soluzione puramente contrattuale fra i creditori sarebbe resa inefficace da una pluralità di fattori.

Un primo motivo riguarda la difficoltà di mettere d'accordo su base volontaria creditori che, sono sottoposti a differenti livelli di rischio.

Inoltre, i sistemi giuridici nazionali sono molto diversi riguardo questo punto. Secondo le disposizioni USA, ad esempio, i termini della rinegoziazione dovrebbero essere accettati dall'unanimità degli investitori americani. In caso contrario sulla base della normativa attuale di Common Law, al creditore insoddisfatto rimarrebbe sempre la possibilità di proporre azione di restituzione e risarcimento del danno. Per i titoli emessi sotto la legge inglese invece un eventuale rinegoziazione impegnerebbe tutti i sottoscrittori, purché si raggiunga una maggioranza qualificata del consenso, mediamente i ¾ dei sottoscrittori.

Un secondo motivo riguarda la rapidità con la quale i mercati finanziari generano nuovi prodotti, che dovrebbero essere di volta in volta risenti negli accordi, che sarebbero, in ogni caso, *contratti incompleti*.

In terzo luogo, bisognerebbe risolvere problemi di *esternalità* vale a dire come distribuire equamente i costi dell'accordo (riduzione del montante e degli interessi) fra i vari creditori.

Infine, questo tipo di accordi non sono *renegotiation proof*: una volta scoppiata la crisi ci sarebbe comunque l'incentivo per accordi separati.

Appare quindi necessaria l'azione di un o*rganismo sopranazionale* il quale svolge la funzione di gestire l'accordo.

In particolare esso dovrebbe:

- proclamare, su richiesta o con l'accordo del debitore sovrano, che il debito è insostituibile e attivare la moratoria delle azioni dei creditori;
- evitare che la bancarotta sia dichiarata prima che tutte le possibili azioni di ristrutturazione finanziaria siano state intraprese;
- gestire l'accordo fra i creditori;
- approvare il piano di ristrutturazione.

Le basi legali per queste azioni dovrebbero essere studiate dagli esperti del diritto internazionale.

In conclusione, l'esistenza di uno SDRM contribuisce fortemente alla stabilità dei mercati finanziari ed alla tutela degli investitori.

Essa rende uno stato sovrano più credibile e quindi concorre a prevenire le crisi. Rende più appetibili (e quindi meno costose) le emissioni del debito, riducendo i rischi ai soli rischi di mercato, poiché riduce drasticamente i rischi di contenzioso. Previene l'azzardo morale, perché non rende possibili soluzioni inique. Infine, limita i danni economici, perché rende più facile l'attivazione di più efficaci politiche economiche.

Appendice

Testo Unico sulla Finanza – DL 24 febbraio 1998 n° 58

Art. 21 – Criteri generali

1. Nella prestazione dei servizi di investimento e accessori, i soggetti abilitati devono:
   a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;
   b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;
   c) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interessi e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento;
   d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;
   e) svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.

Art. 94 – Obblighi degli offerenti

1. Coloro che intendono effettuare una sollecitazione all'investimento ne danno preventiva comunicazione alla CONSOB, allegando il prospetto destinato alla pubblicazione;
2. il prospetto contiene le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dei prodotti finanziari e degli emittenti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti.

Delibera CONSOB di attuazione del TUF – D. Cons. 1 luglio 1998 n° 11522

Art. 26 – Regole generali di comportamento

1. Gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato mobiliari:
   a) operano in modo indipendente e coerente con i principi e le regole generali del Testo Unico;

e) acquisiscono una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi stessi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire;

f) operano al fine di contenere i costi a carico degli investitori e di ottenere da ogni servizio d'investimento il miglior risultato possibile, anche in relazione al livello di rischio prescelto dall'investitore.

Art. 27 – Conflitti di interesse

2. Gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, … a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione …

Art. 28 – Informazioni tra gli intermediari e gli investitori

1. Prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, 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. L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo Art. 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore;
   b) consegnare agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari all'Allegato 3.
2. Gli intermediari autorizzati non possono 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 e del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento;
5. Gli intermediari autorizzati mettono sollecitamente a disposizione dell'investitore che ne faccia richiesta i documenti e le registrazioni in loro

possesso che lo riguardano, contro rimborso delle spese effettivamente sostenute

Art. 29 – Operazioni non adeguate

1. Gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione;
2. Ai fini di cui al comma 1, gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'Art. 28 e di ogni altra informazione disponibile in razione ai servizi prestati;
3. Gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad un'operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione …….

Allegato n. 3–Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari

Avvertenze generali

Prima di effettuare un investimento in strumenti finanziari l'investitore deve informarsi presso il proprio intermediario sulla natura e i rischi delle operazioni che si accinge a compiere.

L'investitore deve concludere un'operazione solo se ha ben compreso la sua natura ed il grado di esposizione al rischio che essa comporta. Prima di concludere un'operazione, una volta apprezzato il suo grado di rischio, l'investitore e l'intermediario devono valutare se l'investimento è adeguato per l'investitore, con particolare riferimento alla situazione patrimoniale, agli obiettivi di investimento ed alla esperienza nel campo degli investimenti in strumenti finanziari di quest'ultimo.

Delibera CONSOB in materia di emittenti – D. Cons. 14 maggio 1999 n. 11971

Art. 5 – Contenuto del prospetto informativo

1. Il prospetto informativo previsto nell'articolo 94, comma 1, del Testo Unico è redatto secondo gli schemi dell'allegato 1B …
2. In aggiunta al prospetto informativo i soggetti indicati nell'articolo 4 possono redigere una nota informativa sintetica secondo lo schema in Allegato 1D

Art. 13 – Svolgimento della sollecitazione

1. L'offerente e gli intermediari incaricati del collocamento o che operano nell'interesse di questi ultimi consegnano gratuitamente a chi ne faccia

richiesta copia del prospetto informativo o della nota informativa sintetica, corredati degli eventuali avvisi integrativi e supplementi …

4. L'adesione alla sollecitazione è effettuata mediante la sottoscrizione del modulo predisposto dall'offerente o con altre modalità equivalenti indicate nel prospetto. Il modulo contiene almeno gli elementi di identificazione dell'operazione e le seguenti informazioni riprodotte con carattere che ne consenta un'agevole lettura:
   a) l'avvertenza che l'aderente può ricevere gratuitamente copia del prospetto informativo e della eventuale nota informativa sintetica;
   b) il richiamo all'eventuale paragrafo "avvertenze per l'investitore" contenuto nel prospetto informativo.

Art. 57 – Esenzione dalla redazione del prospetto

2. Qualora la domanda (di ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato) riguardi strumenti finanziari già ammessi alla quotazione ufficiale in altri Stati membri della UE da meno di sei mesi, la CONSOB, sentite le autorità competenti, può dispensare l'emittente dalla redazione del prospetto di quotazione, salvo l'eventuale aggiornamento di quello autorizzato dalle predette autorità. Il prospetto, tradotto in lingua italiana, è sottoscritto dal legale rappresentante dell'emittente che ne attesta la conformità a quello autorizzato ed è accompagnato da una nota integrativa contenente le informazioni indicate nell'Art. 58, lettera d).

Art. 58 – Riconoscimento del prospetto

1. La CONSOB autorizza la pubblicazione, quale prospetto di quotazione, del prospetto redatto in occasione di una quotazione o di una sollecitazione effettuata in uno Stato appartenente alla UE, conforme alla Direttiva n. 80/390/CEE e approvato dall'autorità competente, a condizione che:
   d) il prospetto sia accompagnato da una nota integrativa contenente le informazioni sul regime fiscale italiano dei redditi prodotti dagli strumenti finanziari e l'indicazione dei soggetti residenti in Italia presso i quali i portatori degli strumenti finanziari possono esercitare i loro diritti patrimoniali.

I risparmiatori italiani possono pertanto puntare, in un eventuale apertura di procedimento amministrativo contro gli intermediari su:

1. Mancato rispetto delle norme di comportamento che impongono agli intermediari di individuare correttamente il profilo di rischio del cliente
2. Mancata indicazione esplicita, nel caso che la banca collocatrice facesse parte del Consorzio di collocamento iniziale del titolo argentino, del possibile conflitto di interessi
3. Mancate comunicazioni al cliente riguardo il monitoraggio degli investimenti
4. Mancata consegna o indicazione della possibilità di consegna dei prospetti informativi e delle note integrative
5. Mancata consegna dell'Allegato 3 Delibera CONSOB n. 11522 del 1 luglio 1998, portante indicazioni informative sui rischi degli investimenti in strumenti finanziari
6. Mancata specificazione, nei contratti di sottoscrizione delle obbligazioni, delle due note obbligatorie di cui all'Art. 13, comma 4, della Delibera CONSOB n. 11971 del 14 maggio 1999
7. Incompletezza del documento di sottoscrizione in ordine ai dettati normativi, e proditoria esclusione, tramite accettazione di una serie di dichiarazioni liberatorie, della consegna della documentazione relativa ai rischi degli investimenti e dei prospetti informativi, in genere non citati nei moduli di sottoscrizione
8. Azzardo morale dell'intermediario nelle clausole liberatorie, che recitano in generale:

   Nel caso l'investimento i riferisca ad obbligazioni dei cosiddetti "Paesi Emergenti": dichiaro/dichiariamo di essere a conoscenza che detto investimento potrebbe comportare:

   a) l'eventualità di non essere facilmente liquidabile, anche a seguito di provvedimenti restrittivi emanati dalle Autorità Governative del Paese emittente;
   b) la carenza di appropriate informazioni che ne rendano possibile l'agevole accertamento del valore corrente;
   c) oscillazioni di corso, anche sensibili, tali da non poter fornire alcuna certezza che l'attuale valore possa restare inalterato nel tempo.

Come si vede, non si cita espressamente la possibilità che il capitale possa non venire rimborsato, ma più genericamente la possibilità che l'investimento possa essere "non facilmente liquidabile".