

Eccesso di informazione e tutela degli investitori

Andrea Zoppini

1. Inquadramento dell'eccesso informativo.

Il mercato dei prodotti finanziari concerne, come è comunemente noto, beni non fisicamente e materialmente identificabili, ma il cui valore e la cui utilità può percepirsi utilmente solo se si abbia contezza delle realtà sottostanti.

Ciò implica che, al fine di garantire agli investitori un'ottimale capacità di scelta, sia necessario predisporre oneri informativi, gravanti sugli operatori, ordinati al principio della trasparenza e della completezza. Come intuibile dal dato normativo europeo e domestico - primario e secondario -, si raccorda all'elemento informativo una posizione precipua nelle relazioni contrattuali in materia di servizi finanziari e d'investimento. La ragione parrebbe risiedere nella tutela dei processi decisionali degli investitori, prendendo in considerazione non solo la trasmissione, ma anche il significato e la comprensione delle notizie. Tale impostazione, in linea con i principi di correttezza e trasparenza, risulta essere volta ad assicurare un'attività di elaborazione e di conoscenza di dati informativi esaurienti. L'informazione diviene un fattore con cui ridurre le asimmetrie e neutralizzare gli squilibri contrattuali tipici del mercato finanziario.

Si rileva che razionalità, preferenze ed utilità rappresentano le determinanti decisionali proprie di ogni investitore cui gli ordinamenti giuridici apprestano protezione. Alla loro tutela corrisponde il soddisfacimento dell'esigenza di assicurare che informazioni corrette e complete innervino con regolarità il processo cognitivo nonché la fase decisionale. Questo nel convincimento che, la maggior parte delle volte, le scelte degli investitori non siano ancorate al contratto che si stipula, bensì al risultato che viene atteso dall'attività negoziale sottostante.

A questo punto, occorre chiedersi se una disciplina degli obblighi informativi dettagliata, estremamente puntuale e precisa sia effettivamente idonea a garantire un'effettiva tutela degli investitori, oppure se, come scrive R. Rordorf, "il vessillo dell'informazione non si sia viceversa in qualche misura trasformato in poco più che un idolo del foro".

Uno dei profili più rischiosi che il mercato finanziario conosca attiene al pericolo che la compiutezza informativa, da onere e "dogma" comportamentale, traligni in eccesso ed esuberano di comunicazioni. Ancora, è necessario riflettere su quali siano concretamente i rischi connessi a grandi quantità di dati e nozioni, chiuse in moduli e formulari, che giungono agli investitori e di cui questi non sono in grado di cogliere l'esatta portata. La cognizione limitata ad alcuni punti, magari i più intelligibili, condiziona la scelta e riestende le maglie dell'asimmetria informativa e degli squilibri contrattuali.

L'eccesso informativo, pertanto, risulterebbe avere una funzione di disturbo poiché l'abbondanza di dati, nozioni e controindicazioni può allontanare l'investitore dal cogliere gli elementi essenziali dei prodotti finanziari, con eventuali ripercussioni negative sul piano economico. L'efficienza informativa, oggettivamente legata all'incremento quantitativo e qualitativo dei livelli di conoscenza, non può essere realizzata mediante l'ipertrofia delle comunicazioni. La condotta sinora indicata conduce ad una alterazione della percezione della realtà e, come tale, alimenta un tipico caso di disinformazione indotta. L'eccesso informativo evidenzerebbe un comportamento subdolo del contraente che si nasconde dietro ad una tecnica informativa apparentemente innocua ma che, in realtà, vizia il consenso dell'investitore. L'eccesso porta con sé un momento di disordine: una vasta gamma di informazioni rapsodiche e disorganiche tende a favorire l'occultamento dei dati essenziali e significativi.

Al presente, gli investitori (risparmiatori) sono immersi in un ambiente contraddistinto dalla pluralità delle fonti di informazione, dalla frequenza della loro produzione e dalla facilità del loro reperimento. Questo scenario condurrebbe a, come indica V. Lemma, "una realtà che allontana il momento cognitivo (che è alla base delle determinazioni relative alle scelte di investimento) dalla fase delle trattative commerciali e da quella contrattuale (e, quindi, dal singolo rapporto economico-giuridico

di riferimento)”. Pertanto, soprattutto nel mercato finanziario, occorrono soluzioni legislative che prevengano la cattiva e ridondante informazione poiché la corretta conoscenza dei dati è strumentale (ed essenziale) al superamento della cronica posizione di debolezza dell’investitore rispetto all’impresa finanziaria e, quindi, correlata al regolare funzionamento dei meccanismi allocativi del mercato. Di tal fatta, prendendo in considerazione il bene informazione come elemento centrale, si supera il solo riferimento alla regolarità delle operazioni di mercato, per assicurare non solo la legittimità dei rapporti bilaterali, ma anche la tutela di interessi generali, quali le libertà economiche e la salvaguardia dell’utilità sociale, riconosciuti a livello costituzionale. In buona sostanza, il sistema normativo in materia di informazione finanziaria deve porre i presupposti per una relazione contrattuale in cui la parte informata non approfitti, in alcun modo, del vantaggio conoscitivo in danno dell’altra.

2 Analisi del dato normativo e giurisprudenziale.

La disciplina del dovere di informazione sugli strumenti finanziari risulta essere costruita su regole dal tenore ampio, che rinviengono il proprio baricentro nell’obiettivo principale di assicurare la consapevolezza dell’investitore nell’allocazione finanziaria delle risorse e nell’assunzione dei relativi rischi.

In questo luogo si muove anzitutto la direttiva MIFID 2004/39/CE che, al Considerando 44, “nel duplice intento di tutelare gli investitori e garantire il buon funzionamento dei mercati mobiliari” enuclea l’esigenza di garantire all’investitore informazioni dettagliate per “valutare in qualsiasi momento le condizioni di un’operazione su azioni da loro presa in considerazione e di verificare a posteriori le condizioni alle quali è stata conclusa”. L’art. 19, successivamente, divisa che ogni informazione debba essere ispirata ai criteri di chiarezza, correttezza e trasparenza, nonché grava sull’operatore finanziario l’onere di far giungere le informazioni in modo che esse facilitino la comprensione dell’investitore.

In questa direzione milita anche l’art. 21 del TUF che, a livello normativo primario, rappresenta il cardine dell’obbligo di informazione sugli strumenti finanziari. Nella prestazione dei servizi di investimento gli intermediari finanziari devono “comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati”. Tali oneri professionali non sono soltanto intesi strumentalmente alla tutela degli investitori ma, anche, in relazione allo svolgimento dell’attività economica, ovvero come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e garantire l’integrità del mercato (in questa direzione si muovono alcune pronunce di merito: Trib. Catania, 21 ottobre 2005; Trib. Teramo, 18 maggio 2006; Trib. Firenze, 18 gennaio 2007; App. Torino, 27 novembre 2009). Particolarmente rilevante, ai fini del tema in esame, appare la stretta connessione tra i canoni di correttezza e trasparenza e la fattispecie dell’eccesso informativo. La correttezza implica per l’intermediario il dovere di fornire informazioni esatte, complete ed adeguate. L’esatto opposto di una situazione di abuso informativo. Sul fronte della trasparenza, dalla giurisprudenza è stato precisato che il dovere in questione si specifica anche mediante la presentazione di un documento informativo, idoneo a porre l’utente in condizioni di trarre dalla semplice consultazione gli elementi necessari per l’eventuale consenso validamente formato (così, Trib. Brindisi, 18 agosto 2006; Trib. Firenze, 18 febbraio 2005; Trib. Trapani, 30 agosto 2007). Il requisito della trasparenza potrebbe costituire il referente normativo del divieto di eccesso informativo. La trasparenza, riguardando sia l’elemento contenutistico che l’elemento trasmissivo della comunicazione, si pone in antitesi con informazioni eccessive che frustrano chiarezza ed intelligibilità.

Indicazioni sull’obbligo informativo possono, anche, desumersi dal Regolamento Consob n. 16190/07 (in particolare art. 27, comma 1). Le informazioni devono sempre essere “corrette, chiare e non fuorvianti”, in modo che siano “con ogni probabilità comprensibili per l’investitore medio [...]”. A livello contenutistico l’art. 27, comma 2, precisa che l’intermediario deve fornire ai clienti “informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole”. Il successivo art. 31, comma 1, fa

discendere sull'intermediario il dovere di fornire una descrizione dei relativi strumenti finanziari che illustri "le caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato, nonché i rischi propri di tale tipo di strumento, in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate".

Il ricorso alla fissazione di standard, se da un lato ha ancorato l'onere informativo esigibile dall'intermediario alle circostanze delle singole operazioni finanziarie, dall'altro ha condotto a letture giurisprudenziali di segno talvolta differente. In alcuni casi, l'onere informativo è stato ritenuto assolto tramite la precisazione di avvertenze dei rischi anche sommaria (interpretazione riduttivo-formalistica, così Trib. Modena, 8 febbraio 2006), in altri il dovere di informazione è stato identificato nella comunicazione di dati tecnici e dettagliati (Trib. Catania, 8 febbraio 2007). Il primo filone interpretativo, suggerendo una lettura 'di maniera' dell'onere informativo, potrebbe apparire non del tutto in linea con l'esigenza normativa di assicurare una reale consapevolezza degli investitori circa le conseguenze patrimoniali degli investimenti operati. Al contempo, anche il secondo orientamento, fondato sulla necessità del dettaglio informativo, alimenta il rischio di una somministrazione ipertrofica di informazioni con conseguenze negative sui limiti cognitivi degli investitori. Di tal fatta, viene ad essere posto in subordine il ruolo degli intermediari tenuti all'elaborazione di informazioni complesse disponibili al mercato, ma anche la funzione "pedagogica" ad essi conferita dalle diverse discipline positive.

Accanto a queste linee interpretative, una terza soluzione viene suggerita in un pronunciamento del Tribunale di Torino, 20 febbraio 2008. Il Collegio ha rimarcato la necessità che le clausole normative generali sugli strumenti finanziari vengano informate al principio di ragionevolezza. In guisa che le informazioni finanziarie "da un lato siano necessari[e] a consentire una consapevole decisione di investimento e dall'altro non superino il limite della sufficienza al raggiungimento di tale scopo al fine di non determinare un'obbligazione eccessivamente onerosa, se non inesigibile, agli investitori istituzionali". La lettura pretoria pare individuare il *core* del dovere informativo nella decodificazione dei dati finanziari e nella rappresentazione degli stessi, idonea a garantire la reale percezione del contesto. Un uso abbondante e soverchio di informazioni non sarebbe in linea con il ruolo di informatore finanziario tratteggiato a livello normativo poiché, come sottolineato ancora in giurisprudenza, gli obblighi informativi posti a carico dell'intermediario possono dirsi assolti solo quando l'investitore abbia effettivamente compreso le caratteristiche dell'operazione ai fini della formazione e dell'esplicazione del consenso informato (App. Torino, 27 novembre 2009).

3 Tutele e profili rimediali.

Il legislatore, pur avendo manifestato grande attenzione alla tutela degli investitori ed alla formazione di una volontà piena e consapevole, rimane silente riguardo i rimedi civilistici esperibili per violazione di regole comportamentali degli intermediari finanziari. Premesso che l'eccesso informativo attiene ad un'alterazione dei doveri gravanti sugli intermediari, la sua realizzazione può condurre all'applicazione dei rimedi offerti dalla giurisprudenza per il mancato rispetto degli obblighi sanciti nel TUF e nel Regolamento Consob n. 16190/07.

Secondo un primo orientamento, la mancata osservanza delle regole di condotta imposte dalla normativa di settore integrerebbe la violazione di norme imperative, quali sono quelle discendenti dall'art. 21 TUF e dal Regolamento Consob n. 16190/07, con conseguente nullità dell'operazione di investimento (Trib. Mantova, 1 dicembre 2004; Trib. Venezia, 22 novembre 2004; Trib. Cagliari, 11 febbraio 2006; Trib. Bologna, 2 marzo 2009; Trib. Ravenna, 12 ottobre 2009). Il successo riscosso dal rimedio della nullità virtuale trova(va) una sua logica nella idoneità della sanzione ad assicurare al cliente, in modo rapido ed efficace, il recupero del capitale investito. La pronuncia di nullità e la conseguente azione restitutoria dispensano l'investitore dal provare sia l'ammontare del danno subito sia la riconducibilità causale dello stesso alla condotta dell'intermediario. La tesi della nullità virtuale, come è noto, ha subito una battuta d'arresto successivamente alla sentenza della Cassazione, sez. I, n. 19024 del

29 settembre 2005. In questo pronunciamento è statuito che la violazione degli obblighi di condotta posti a carico dell'intermediario finanziario coinvolge le modalità di formazione dell'accordo e non il suo contenuto, rimanendo estranea alla struttura dell'atto e, pertanto, non può determinarne nullità in mancanza di una espressa statuizione normativa. Sul punto si è registrato anche l'intervento a Sezioni Unite della Corte di Cassazione che, con la sentenza n. 26724 del 19 dicembre 2007, ha previsto che l'inosservanza degli obblighi informativi e, più in generale, dei doveri di condotta a carico degli intermediari finanziari non comporta la nullità dei relativi contratti. Ciò in quanto, la contrarietà a norme imperative ex art. 1418, comma 1, c.c., concerne il contratto come atto di autonomia privata e non i comportamenti tenuti dalle parti durante la fase precontrattuale o esecutiva; con la conseguenza che una violazione delle norme informative poste a carico dell'intermediario finanziario può dar luogo esclusivamente a rimedi risolutivi e/o risarcitori (si veda anche Cass., sez. I, 17 febbraio 2009, n. 3773; Cass., sez. I, 10 aprile 2014, n. 8462).

Scarso riscontro ha avuto, invece, la tesi per cui la violazione dei doveri informativi potesse dar luogo ad un vizio del consenso con conseguente azionabilità dell'azione di annullamento. Tale disfavore può essere connesso: i) all'orientamento diffuso di dottrina e giurisprudenza per cui il semplice silenzio non possa integrare il dolo; ii) alle difficoltà probatorie sull'essenzialità e la riconoscibilità dell'errore; iii) all'atteggiamento restrittivo della giurisprudenza in ordine alla rilevanza dell'errore incidente su profili di valutazione economica.

Quindi, appare minoritaria la giurisprudenza che, alla luce della particolarità dell'informazione finanziaria, ravvisa la reticenza di notizie fondamentali, soprattutto in situazioni di asimmetria informativa, quale idonea ad integrare un vizio del consenso anche in assenza di un comportamento idoneo a configurare un vero e proprio raggiro (Cass., sez. II, 27 ottobre 2004, n. 20792).

Secondo un altro filone giurisprudenziale, l'annullamento sarebbe possibile ogni qualvolta l'intermediario non informi l'investitore su una circostanza rilevante in termini di convenienza dell'operazione. Con la conseguenza che quell'errore è essenziale ed il contratto automaticamente annullabile (Trib. Taranto, 1 luglio 2008).

4 Le indicazioni della finanza comportamentale.

Dagli studi di *Behavioral Finance* giungono importanti indicazioni connesse al tema dell'eccesso informativo. Un primo dato coinvolge le caratteristiche dell'investitore. Questi tende progressivamente a definirsi quale un soggetto che non solo non è in grado di utilizzare tutte le informazioni disponibili ma, ancor più, risulta vittima di errori di percezione ed elaborazione delle informazioni in suo possesso.

Il paradigma economico standard prevede che gli individui nei rispettivi processi decisionali si comportano come se tutte le informazioni fossero elaborate secondo la teoria delle probabilità (razionalità delle percezioni), le preferenze fossero stabili e precise (razionalità delle preferenze) e il processo cognitivo consistesse nella massimizzazione delle preferenze stesse (razionalità del processo). In realtà, dinanzi ai dati informativi, gli individui sono spesso soggetti ad errori cognitivi. L'ipotesi della razionalità delle percezioni si scontra con la tendenza dei soggetti ad elaborare informazioni ricorrendo a procedimenti euristici capaci di generare errori sistematici rilevanti. L'evidenza sperimentale ha poi indicato che anche la razionalità delle preferenze è soggetta a diverse violazioni, riconducibili all'effetto certezza, all'effetto riflesso e all'effetto inquadramento. Quest'ultimo fenomeno, ribattezzato anche *framing*, determina le preferenze a seconda di come è posto un problema, oppure, di come sia data un'informazione. L'eccesso di informazioni e la diffusione smisurata di dati, nel caso di inquadramento effettuato dell'intermediario, può agevolmente indurre l'investitore a compiere errori che inficino la logicità della scelta.

La centralità del momento informativo si arguisce anche in rapporto all'assunzione del rischio delle scelte di investimento. In questo ambito, i soggetti sarebbero più propensi ad esprimere preferenze per titoli e strumenti finanziari rispetto ai quali dispongono di informazione, piuttosto che nei confronti di altri di cui ignorano le peculiarità.

La presenza di anomalie nelle scelte di investimento induce la finanza comportamentale a suggerire dei meccanismi attraverso i quali prevenire errori cognitivi e incentivare comportamenti corretti. Oltre all'educazione finanziaria degli investitori e al ruolo della consulenza finanziaria, un rimedio decisivo è rappresentato dalla *disclosure* sulle caratteristiche dei prodotti finanziari. Assunto che l'informazione costituisce un mezzo attraverso il quale tutelare gli investitori e regolare il mercato, la sua efficacia viene messa in discussione ogni qualvolta i soggetti professionisti ricorrono a descrizioni narrative e prolisse delle caratteristiche dei prodotti finanziari. È stato rilevato che una maggiore quantità di informazioni non aumenta la capacità di selezione e di analisi, anzi, può produrre il cosiddetto *information overload*, consistente nell'incapacità dell'individuo di impiegare il tempo e le competenze necessarie per l'elaborazione dell'informazione (il punto è stato oggetto di approfondimento da parte di S.S. Yengar e E. Kamenica). Ancora, da un'informazione eccessivamente dettagliata può derivarne il rischio di *overconfidence* e di indebito ottimismo con ripercussioni negative a livello patrimoniale. La proliferazione di dati informativi, anche secondo la finanza comportamentale, assurge a fattore di alterazione della razionalità delle scelte degli investitori e di mantenimento di rapporti asimmetrici.

Alla luce di ciò anche dagli studi di finanza comportamentale viene ad essere stigmatizzata l'eventuale produzione disomogenea di informazioni.

5 Il ruolo della Consob e l'informazione finanziaria.

Il controllo pubblico sull'informazione resa agli investitori costituisce un pilastro su cui è fondata la strategia cognitiva che dovrebbe conformare le relazioni finanziarie ai modelli del mercato efficiente. Appare essenziale, quindi, indagare su quali siano le responsabilità della Consob in materia di controllo dell'informazione diffusa agli investitori. Se nel Regolamento 16190/2007 difetta ogni accenno a ciò, nel TUF è possibile leggere del controllo sui prospetti informativi.

Tale potere, segnatamente accordato dall'art. 91 TUF, è preordinato a sopperire ad un compito che, diversamente, graverebbe sui singoli investitori. Si tratta di un controllo standardizzato dell'informazione che solleva i singoli investitori dal sostenimento di costi elevati connessi e riduce il rischio che questi si allontanino dai mercati. Una funzione di vigilanza che, sulle sollecitazioni del pubblico risparmio, tenderebbe a censurare ogni forma di eccesso informativo può evincersi dalla lettura dell'art. 94 e dell'art. 94-bis TUF. L'art. 94, comma 2, prescrive che il prospetto contenga "in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che [...] sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici [...], nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti". L'approvazione del prospetto è subordinata alla decisione della Consob cui spetta la verifica della completezza, nonché della coerenza e della comprensibilità delle informazioni connesse. L'Autorità, ai sensi dell'art. 94, comma 5, qualora necessario per la tutela degli investitori, può esigere che nel prospetto figurino informazioni ulteriori. Il controllo esercitato dalla Consob è inteso nel senso di porre gli investitori nelle condizioni migliori per le loro scelte, censurando quindi l'ipertrofia informativa quale fonte di disturbo. Nei casi in cui i prospetti risultino non conformi alle indicazioni normative e a quelle dell'Autorità, e quindi non venga data la possibilità per gli investitori di "pervenire ad un fondato giudizio sull'investimento proposto, sui diritti ad esso connessi e sui relativi rischi" (art. 98-ter, comma 2), la stessa potrà adottare provvedimenti sospensivi e/o di divieto delle relative offerte finanziarie.

Brevemente, il regime di responsabilità per controllo informativo della Consob viene modulato e definito alla stregua dei poteri che le sono conferiti dal TUF, come pocanzi cennati. Trattasi di una responsabilità connessa all'inadempimento di un'obbligazione legale di fare, più esattamente all'inesatto adempimento di una prestazione destinata, secondo M. Barcellona, "all'arricchimento cognitivo degli investitori ed ha, perciò, natura propriamente contrattuale". Gli investitori, giudizialmente, fanno valere nei confronti dell'Autorità le lesioni (patrimoniali) derivanti dall'inesatta esecuzione delle obbligazioni di vigilanza e di controllo informativo. Il *petitum* tende a coincidere o con il risarcimento della perdita subita per un'operazione che non si sarebbe realizzata se la Consob avesse vigilato correttamente, ovvero con il

trasferimento della ricchezza che è venuta loro a mancare a seguito delle difformità qualitative non rilevate dalla Consob.

Il rischio di mancato controllo o di imperfetta vigilanza riguardante informazioni eccessive potrebbe integrare la responsabilità della Consob in base alle ragioni suesposte.

5.1 Il documento di consultazione sulla distribuzione di prodotti complessi ai clienti *retail*.

Il rischio di difficile comprensione, anche connesso ad informazioni eccessive, e la conseguente possibilità di pregiudizio economico, ha indotto la Consob a promuovere un documento di consultazione sulla distribuzione di prodotti complessi ai clienti *retail*. L'Autorità ha rilevato che l'investimento in prodotti complessi esige una "capacità di monitoraggio nel tempo e di gestione, attività queste che spesso si dimostrano eccessivamente impegnative, scarsamente praticabili e comunque impraticabili per gli investitori al dettaglio" (così, il documento del 28 maggio 2014). La Consob, rimandando al Report 1/2013 dell'ESMA, ha sottolineato come i prodotti complessi generino asimmetrie informative a scapito degli investitori producendo, di contro, una maggiore profittabilità per gli emittenti e i distributori. La nozione di "complessità" di un prodotto finanziario, ricavabile dalla MIFID e dai documenti ESMA (Opinion su complessi e Linee guida in tema di valutazione dell'adeguatezza), concerne: i) presenza di elementi opzionali, condizioni e/o meccanismi di amplificazione dell'andamento del sottostante (effetto leva) nella formula di determinazione del pay-off del prodotto finanziario; ii) limitata osservabilità del sottostante (indici proprietari, asset non scambiati in mercati trasparenti) e correlata difficoltà di valorizzazione dello strumento; iii) illiquidità (strumento non negoziato su trading venue) o difficoltà di liquidità dello strumento (barriere all'uscita, alti costi di smobilizzo, mancanza di controparti istituzionali di mercato).

La Consob ha richiesto agli intermediari di uniformare le proprie policy agli orientamenti dell'ESMA, in cui si evidenziano cautele, pratiche e presidi rafforzati da assicurare nella distribuzione di prodotti complessi (Mifid practices for firms selling complex products; Good practices for product governance arrangements), raccomandando attenzione sul piano dell'informativa alla clientela riguardo i costi del prodotto e il *fair value*. Inoltre, e questo costituisce l'aspetto più incisivo, l'Autorità raccomanda agli intermediari di astenersi dal distribuire direttamente ai clienti *retail* alcuni prodotti (ad es. derivanti da operazioni di cartolarizzazioni di crediti, prodotti *credit linked*, prodotti incorporanti quattro o più componenti derivative) le cui caratteristiche appaiono difficilmente intelligibili e disincentivano il rischio consapevole. Inoltre, la Consob raccomanda che ulteriori prodotti finanziari (ad es. prodotti incorporanti tre componenti derivative, obbligazioni perpetue, fondi d'investimento che investono in crediti e/o in operazioni di cartolarizzazione, o in titoli di società in crisi) siano distribuiti nell'ambito di un servizio di consulenza finanziaria evoluta, imperniata sulla tutela del cliente (valutazione di adeguatezza di portafoglio e massima trasparenza comunicativa).

Il documento non è stato, però, salutato con favore dall'Abi e da altre associazioni di categoria. Dolendosi in premessa di un eccesso del potere di *product intervention* da parte della Consob (esercitato oltre le previsioni contenute nella MIFID e nel recente regolamento MIFIR 600/2014/EU), i soggetti rispondenti hanno evidenziato che l'assenza di situazioni patologiche in Italia e l'adeguatezza dei presidi attualmente in vigore escluderebbe la necessità di ricorrere alle nuove soluzioni suggerite dalla Consob. Ancora, queste potrebbero comportare una drastica riduzione di opportunità di investimento per gli investitori *retail*, i quali potrebbero rivolgersi a proposte provenienti da mercati esteri.

Al fine di assicurare una compiuta protezione degli investitori, il documento Consob sembrerebbe recepire le istanze di tutela informativa e consulenza finanziaria rafforzata già sottolineate dagli studi di finanza comportamentale.

G. Rojas Elgueta, N. Vardi (a cura di), *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014;

V. Lemma, *Informazione finanziaria e tutela dei risparmiatori*, in F. Capriglione (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013, p. 259 ss.;

U. Morera, F. Vella (a cura di), *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, numero monografico di AGE, 1/2012;

L. Purpura, *Strumenti finanziari e doveri di informazione degli intermediari: un “moderno” approccio giurisprudenziale a confronto con la normativa post Mifid*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, p. 609 ss.;

N. Linciano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail*, Quaderni di finanza Consob, 2010;

F. Sartori, *Violazione delle regole informative e modelli di responsabilità*, in R. D’Apice (a cura di), *L’attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, 2010, p. 615 ss.;

F. Romeo, *Informazione e intermediazione finanziaria*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2010, p. 647 ss.;

F. Greco, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell’intermediazione finanziaria*, Milano, 2010;

M. Barcellona, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L’intermediazione finanziaria e le responsabilità della Consob*, Milano, 2009;

M. Cian, *Gli obblighi informativi degli intermediari*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2009, p. 1197 ss.;

R. Caterina (a cura di), *I fondamenti cognitivi del diritto. Percezioni, rappresentazioni, comportamenti*, Milano, 2008;

R. Rordorf, *La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi*, in *Soc.*, 2008, p. 269 ss.;

S.S. Yengar, E. Kamenica, *Overload and Simplicity Seeking*, University of Chicago, Graduate School of Business, 2007;

A. Gentili, *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, p. 555 ss.; A. Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell’investitore*, Milano, 2003;

F. Annunziata, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993;

G.B. Portale, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1982, I, p. 3 ss. 267.