

I MERCATI FINANZIARI



Andrea Guaccero

*I comportamenti irrazionali nelle offerte pubbliche  
e le risposte del diritto positivo*

1. Parlare di *Behaviorial Finance* e di operatori finanziari a razionalità limitata richiama un'ampia serie di prospettive dalle quali affrontare pregiudizi, carenze informative e debolezze cognitive dell'*homo oeconomicus*, che si scopre – ma non da ora – essere soggetto a razionalità limitata.

C'è innanzitutto la prospettiva del rapporto tra consumatore di servizi finanziari e intermediario, posti come sono su due livelli diversi e connotati da una evidente asimmetria informativa in vantaggio del secondo. Poi c'è la prospettiva dell'investitore non nella sua relazione contrattuale con l'intermediario ma direttamente *vis-à-vis* rispetto al mercato, visto cioè in una prospettiva unilaterale e non negoziale, in particolare come fruitore dell'informazione societaria veicolata dagli emittenti.

Di questi temi la *Behavioral Finance* ha parlato ormai diffusamente, evidenziando come il soggetto che deve assumere decisioni in ambito finanziario – inclusi il legislatore e i regolatori del mercato<sup>1</sup> – si pone di fronte alla scelta con un bagaglio di pregiudizi, i principali dei quali sono<sup>2</sup>:

- l'*overconfidence*, cioè la sopravvalutazione delle proprie capacità;
- la tendenza del soggetto a sovrastimare i beni in proprio possesso rispetto a identici beni in possesso di terzi;
- la disponibilità, al fine di evitare perdite, ad assumere rischi maggiori che al fine di realizzare guadagni;

<sup>1</sup> S. J. CHOI e A. C. PRITCHARD, *Behavioral Economics and the SEC*, in *Stanford Law Review*, 56 (2003), p. 1 ss.; J. H. CHOPER, J. C. COFFEE JR. e R. J. GILSON, *Cases and Materials on Corporations*, New York, Aspen Publishers, 2008<sup>7</sup>, p. 197; U. MORERA, *Legislatore nazionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *AGE*, 2009, p. 77 ss.; ID., *Irrazionalità del contraente investitore e regole di tutela*, in questo volume; N. RANGONE, *Errori cognitivi e scelte di regolazione*, in *AGE*, 2012, p. 7 ss.

<sup>2</sup> Un catalogo più completo in N. LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni di Finanza della Consob*, 2010, n. 66, p. 5 ss.

- infine, per citare un *bias* insolito, ma solo in apparenza essendo stato oggetto di diversi studi<sup>3</sup>, il clima della giornata in cui viene assunta la decisione d'investimento, che può rendere gli operatori finanziari più o meno inclini ad assumere scelte rischiose e quindi, rispettivamente, a fare salire o scendere i corsi delle relative attività finanziarie.

Pregiudizi del tipo di quelli appena elencati finiscono per deviare la condotta dell'attore economico dalla razionalità propria dell'esperimento di laboratorio (per intendersi, il metodo dell'analisi economica del diritto quando, in ambito finanziario, fonda le proprie conclusioni sull'assunto dell'efficienza del mercato dei capitali) alla realtà empirica, nella quale esistono fattori che influenzano la riuscita dell'esperimento, quali – per continuare la metafora della fisica – l'attrito, la forza di gravità, ecc.

La realtà empirica è quindi nel senso che, almeno dal versante dei consumatori di servizi finanziari, ci si trova di fronte ai c.d. *noise traders*, la risultante delle cui scelte e azioni può essere l'alterazione di quello che dovrebbe costituire il razionale svolgimento delle forze del mercato.

Comincio a selezionare l'ambito di cui non mi occuperò in questa relazione. Innanzitutto, non mi occuperò del rapporto tra investitore e intermediario, che è l'ambito al quale è stata data maggiore attenzione sinora – l'ha fatto Umberto Morera prima di me<sup>4</sup>, oltre che con alcuni saggi che hanno collocato il dibattito, in origine statunitense, nella prospettiva giuridica nazionale<sup>5</sup>. Cercherò invece di occuparmi di alcuni aspetti dell'attività sui mercati finanziari che riguardano le operazioni sul controllo societario, più ampiamente l'operatività nell'area *mergers & acquisitions*, individuando momenti di emersione di possibili condotte irrazionali (§ 2) e risposte normative degli ordinamenti (§ 3), concludendo con alcune considerazioni relative alle offerte al pubblico, sia di acquisto sia di sottoscrizione e vendita (§ 4).

2. Il primo tra i possibili punti di osservazione che prenderò in considerazione è l'attività di acquisizioni societarie che – sia pure con una forte ciclicità dipendente, tra i vari fattori, dalla maggiore o minore disponibilità

---

<sup>3</sup> E. M. SAUNDERS JR., *Stock Prices and Wall Street Weather*, in *American Economic Review*, 83 (1993), p. 1337 ss.; M. AKHTARI, *Reassessment of the Weather Effect: Stock Prices and Wall Street Weather*, in *Michigan Journal of Business*, 4 (2011), p. 51 ss.

<sup>4</sup> U. MORERA, *Irrazionalità del contraente investitore e regole di tutela*, cit.

<sup>5</sup> U. MORERA, *Legislatore nazionale versus investitore irrazionale*, cit. p. 77 ss.; U. MORERA e E. MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole... ma soprattutto persone*, in *AGE*, 2012, p. 19 ss.

di finanza per l'effettuazione di operazioni a debito, oltre che da ricorrenze proprie della singola industria<sup>6</sup> – rappresenta uno dei principali motori dei mercati finanziari.

Assumendo questo punto di osservazione si può volgere lo sguardo in due direzioni: da un lato, gli operatori finanziari più sofisticati, quindi in particolare gli esponenti di rilievo – *management* e proprietà – dello scalatore e della società *target*; dall'altro, gli azionisti di quest'ultima, che costituiscono un gruppo eterogeneo, ma certamente composto da un alto numero di investitori non sofisticati. Aggiungerei, quale variabile dipendente della struttura giuridica dello scalatore, anche i relativi 'proprietari' (in senso economico; cioè: azionisti, altri finanziatori, ecc., in una parola i *principals* dei quali lo scalatore – o meglio i suoi gestori – sia *agent*).

Il contesto delle scalate, soprattutto di quelle ostili, rappresenta uno dei campi nei quali è probabilmente più chiara l'emersione di fattori comportamentali che inducono a ravvisare una irrazionalità più o meno spiccata, che si traduce a sua volta nell'effettuazione di operazioni sul controllo di una *target* dall'esito potenzialmente nefasto.

In proposito si deve innanzitutto ricordare ciò che costituisce la motivazione tipica di una scalata ostile. Non si può infatti dimenticare che, anche nella più classica visione dell'analisi economica del diritto, offrire agli azionisti della *target* un prezzo più alto di quello di mercato costituisce un primo ostacolo concettuale da superare, essendo per definizione il prezzo di mercato il prezzo che incorpora tutte le informazioni in qualunque forma (pubblica o privata) disponibili su quell'impresa (secondo la versione forte dell'ECMH) o almeno tutte le informazioni pubbliche (secondo la versione semi-forte dell'ECMH) o (secondo la versione debole) tutte le informazioni passate.

La motivazione razionale del superamento del prezzo di mercato viene quindi rintracciata, sostanzialmente, in due principali prospettive: la possibilità per lo scalatore di integrare la *target* in una più ampia struttura imprenditoriale, sfruttando sinergie ed economie di scala; la fiducia dello scalatore nelle proprie capacità gestorie, che porteranno le azioni della *target* a un livello di prezzo più elevato<sup>7</sup>.

Com'è noto, vi sono anche ulteriori spiegazioni, tra cui è significativa quella che va sotto il nome di *hubris hypothesis*, da subito denotando la

<sup>6</sup> G. ANDRADE, M. MITCHELL e E. STAFFORD, *New Evidence and Perspectives on Mergers*, in *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2001), p. 104 e p. 107 ss.

<sup>7</sup> F. H. EASTERBROOK e D. R. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (Mass.), Harvard University Press, 1991, p. 171 ss. (trad. it. *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, Milano, Giuffrè, 1996).

propria origine nell'ambito degli studi di economia comportamentale<sup>8</sup>.

Tale ipotesi parte innanzitutto da constatazioni, la cui portata ha l'effetto di fare vacillare alcune certezze costruite dalla classica analisi economica del diritto. Si tratta in particolare dei risultati empirici – peraltro, come noto, non univoci – in ordine all'effetto di creazione o distruzione di valore a seguito dell'annuncio del lancio di un'offerta su una *target* e del suo completamento. Limitandosi alla finestra dei giorni intorno all'annuncio, la conclusione è che chi lucra valore sono gli azionisti della *target* a fronte – verrebbe da dire, a spese, immaginando una sorta di sistema chiuso dove nulla si crea e nulla si distrugge – di una perdita di ricchezza per gli azionisti della società scalatrice<sup>9</sup>. Non vi sarebbe invece, nella prospettiva di più lungo termine, una evidenza sulla creazione di valore fondata sulle sinergie o sulle economie di scala derivanti dall'aggregazione imprenditoriale, sicché si affaccerebbe una motivazione delle scalate ostili o delle operazioni di M&A consistente in una sorta di «*empire-building behavior*»<sup>10</sup>, quale variante della *hubris hypothesis*.

Recenti studi empirici hanno individuato una varietà ulteriore di tale ipotesi nel fatto che le imprese scalatrici sovrastimano con una certa regolarità il contributo apportato dal CEO fondatore dell'impresa *target* e hanno quindi attribuito un prezzo troppo elevato alle azioni nella speranza del perdurante contributo del fondatore anche dopo l'acquisizione<sup>11</sup>. Si tratta di un altro esempio di non corretta (e, probabilmente, *ex ante* irrazionale) attribuzione, ad un *asset* incluso nell'impresa acquisenda, di valori superiori rispetto a quelli effettivi.

Si possono naturalmente fare altri esempi che conducono a simili conclusioni, consistenti cioè nel riscontro di un approccio da parte degli esponenti dello scalatore che in diverse circostanze risulta (*i*) non motivato da obiettivi di efficienza ovvero (*ii*) viziato da errori di valutazione pur in presenza di adeguate informazioni o della capacità tecnica ed economica di assumerle. Paradossale anzi appare la circostanza che ad essere più esposti al rischio di una deviazione da un parametro di efficienza razionale siano proprio coloro

<sup>8</sup> R. ROLL, *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, in *The Journal of Business*, 59 (1986), p. 200 (anche per la convergenza tra economia comportamentale e versione forte dell'ECMH); M. RAJ e M. FORSYTH, *Hubris Amongst U.K. Bidders and Losses to Shareholders*, in *International Journal of Business*, 8 (2003), p. 1 ss. (per il riscontro empirico nel Regno Unito).

<sup>9</sup> G. ANDRADE, M. MITCHELL e E. STAFFORD, *New Evidence and Perspectives on Mergers*, cit., p. 109 ss.

<sup>10</sup> *Ibidem*, p. 118 ss.

<sup>11</sup> N. J. NAGARAJAN, F. P. SCHLINGEMANN, M. VAN DER POEL e M. F. YALIN, *Bidder Hubris and Founder Targets*, consultabile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2019743>, 2012.

che dovrebbero essere gli attori più sofisticati e attrezzati, cioè gli esponenti dell'impresa offerente, laddove coloro che appaiono strutturalmente più deboli – gli azionisti della *target* – finiscono per lucrare ritorni inaspettati dall'offerta. Tale circostanza si associa alla constatazione – rilevata da una recente analisi empirica<sup>12</sup> – che la determinazione del prezzo d'offerta risente in maniera consistente di alcuni dati quantitativi quali in particolare il prezzo di mercato più elevato raggiunto dai titoli della *target* nel periodo di tempo (mediamente, un anno) precedente alla scalata, attesa la resistenza psicologica del venditore a cedere i titoli riportando perdite rispetto ad un valore comunque acquisito in un dato momento storico (se ne ha una riprova nel noto caso *Kamin v. American Express*<sup>13</sup> deciso da una corte statale newyorkese nel 1976).

3. Tale conclusione non deve lasciare particolarmente sorpresi, se solo si sposta l'attenzione dall'analisi economica e comportamentale al diritto positivo.

Tutti gli ordinamenti giuridici contemporanei, a partire dal *Williams Act* statunitense del 1968, in materia di operazioni sul controllo societario hanno legiferato in maniera tendenzialmente unidirezionale, cioè a protezione degli azionisti della società *target*, e talora anche di alcuni *stakeholder* (si pensi ai *constituency statutes* di alcuni stati negli USA o all'apertura alla posizione dei lavoratori contenuta nei considerando nn. 13 e 23 e negli artt. 6, par. 1-2, 8, par. 2, e 9, par. 5, della Dir. 2004/25/CE).

In questo senso è la regolamentazione procedurale delle offerte pubbliche di acquisto contenuta nel *Williams Act* e nelle sue successive modifiche, introdotta con l'obiettivo di creare un impianto volto ad evitare che gli azionisti venissero colti impreparati dalla domanda se cedere le azioni allo scalatore o conservarle, senza un tempo sufficiente per decidere in modo informato (impedendo, cioè, i c.d. *Saturday night specials*), ovvero che fossero trattati in maniera ineguale tra loro, garantendosi ad alcuni soltanto il diritto di partecipare all'offerta e non ad altri nelle stesse condizioni o ancora consentendo a taluni di ottenere il corrispettivo in denaro e lasciando agli altri un pagamento in *junk bonds*, e così via (così anche la giurisprudenza americana a partire da *Unocal*, decisa dalla Corte Suprema del Delaware nel 1985<sup>14</sup>). E nella stessa direzione si è incamminato il legislatore

<sup>12</sup> M. BAKER, X. PAN e J. WURGLER, *The Effect of Reference Point Prices on Mergers and Acquisitions*, in *Journal of Financial Economics*, 106 (2012), p. 52.

<sup>13</sup> 383 N.Y.S.2d 807.

<sup>14</sup> 493 A.2d 946.

europeo della Dir. 2004/25/CE, stabilendo la necessità di fissare una durata minima dell'offerta (artt. 3, par. 1, lett. *b*), e 7, par. 1, e la regola della parità di trattamento (art. 3, par. 1, lett. *a*).

Restando sul versante europeo, è un esempio della unidirezionalità normativa in quest'ottica anche la disciplina di quella che costituisce ancora oggi la vera peculiarità regolamentare rispetto al sistema americano, cioè la regola dell'opa obbligatoria, quale forma di tutela degli azionisti della *target* (art. 5 Dir. 2004/25/CE; art. 106 T.U.F.). O, ancora, la passività dell'organo amministrativo della società *target* (artt. 9 e 12, par. 1, Dir. 2004/25/CE), per quegli Stati membri che abbiano conservato la regola, almeno quale norma di *default* (art. 104 T.U.F.).

Anzi, volendo arrischiare una semplificazione eccessiva, sembra decisamente che il legislatore si sia dimostrato più attento alle istanze dell'economia comportamentale di quanto non abbia fatto propria l'efficienza del mercato dei capitali.

In un siffatto quadro disciplinare, interamente dedicato alla tutela dell'azionista della società *target* e volto a minimizzare o almeno attenuare i rischi di *impasse* decisionale connessi ad un evento ad esso del tutto estraneo, quale il lancio di una scalata sulla società in cui ha investito, nessuna cautela viene apprestata in favore dello scalatore né alcuna procedimentalizzazione in vista della più corretta formazione della decisione finale di promuovere l'opa. Al contrario, la procedimentalizzazione è all'insegna della trasparenza e speditezza sin dall'inizio – addirittura con la sanzione dell'improseguibilità dell'offerta e della non presentabilità di nuove offerte per i successivi dodici mesi nel caso di mancato lancio tempestivo di quella annunciata (art. 102, co. 3, T.U.F.) – sicché nessun presidio è – ragionevolmente, peraltro – posto in funzione della massima ponderazione di una decisione così delicata quale quella dell'avvio di una operazione sul controllo di una società *target*.

Mentre costituiscono presidi a tutela della formazione di un fondato convincimento sull'offerta nell'interesse degli azionisti della *target* alcune disposizioni, quale ad esempio quella sull'obbligatorietà del comunicato dell'emittente, che ne stabilisce un certo livello di tipizzazione contenutistica (art. 9, par. 5, Dir. 2004/25/CE; art. 103, co. 3 e 3-*bis*, T.U.F.).

In altre parole, la razionalità limitata dello scalatore non è un problema che viene affrontato direttamente dal legislatore o dalle autorità di vigilanza. Cionondimeno, è un tema che può avere delle ripercussioni, anche serie, in termini di perdita di valore per gli azionisti dell'offerente (o gli investitori, laddove lo scalatore fosse un fondo), tanto più in ragione dei dati statistici sopra richiamati, che differenziano alquanto nettamente tra azionisti della *target* e azionisti dell'offerente.



La loro tutela è rimessa infatti alla disciplina societaria o, più in generale, a quella del rapporto *principal-agent* e quindi in primo luogo alla disciplina della responsabilità degli amministratori. È a questa che dobbiamo avere riguardo per comprendere quale sia l'incentivo normativo alla razionalità della condotta. E qui viene in primo piano quella procedimentalizzazione che manca nella disciplina delle offerte pubbliche e che si ritrova invece quale portato primario dell'applicazione della *business judgment rule* (a partire quindi, per gli Stati Uniti, da *Smith v. Van Gorkom*, decisa dalla Corte Suprema del Delaware nel 1985<sup>15</sup>).

A disciplinare la condotta amministrativa in funzione della razionalità delle scelte e allo scopo di minimizzare il pregiudizio connesso alla *management hubris* vi è la disciplina della responsabilità degli amministratori e degli strumenti preventivi funzionali ad escludere che una corte riesamini il merito delle scelte imprenditoriali, compresa quella di lanciare una scalata ostile al fine di conquistare, a caro prezzo, il controllo di un'altra impresa. In questo senso, la realizzazione di una sempre più spiccata procedimentalizzazione delle decisioni gestorie all'interno dell'organo amministrativo e in particolare l'affermazione del dovere di agire informato quale obbligo basilare di quest'ultimo, in particolare – nel settore considerato – attraverso l'acquisizione di pareri indipendenti, soprattutto *fairness opinion* di banche d'investimento<sup>16</sup>, rappresenta la risposta che l'ordinamento – innanzitutto, quello americano in quanto plasmato dalla produzione giurisprudenziale e quindi orientato dalla soluzione della controversia singola – ha fornito al fine di cercare di attenuare il più possibile l'incidenza dei pregiudizi manageriali sull'agire societario, a tutela degli azionisti.

4. La tecnica legislativa adottata per la regolamentazione del mercato dei capitali in più di un'occasione è stata quindi piegata al fine di incidere sul processo decisionale dell'investitore, specialmente quello meno sofisticato, con l'obiettivo di eliminare il maggior numero di fattori pregiudicanti esterni.

Questo avviene, oltre che nel contesto delle operazioni sul controllo di società quotate, anche in generale per le offerte al pubblico di prodotti finanziari e rientra a pieno titolo nel ben più ampio dibattito, alimentato proprio dai sostenitori della ECMH, sulla opportunità o meno di istituire un sistema

<sup>15</sup> 488 A.2d 858.

<sup>16</sup> Con spunti critici al riguardo, R. A. PRENTICE e J. H. LANGMORE, *Hostile Tender Offers and the "Nancy Reagan Defense": May Target Boards "Just Say No"? Should They Be Allowed To?*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 15 (1990), p. 468 ss.

di diffusa informazione obbligatoria in capo agli emittenti e a favore del pubblico dei risparmiatori. Il dibattito è troppo noto per dovere essere richiamato, ma qui basterà osservare che esso, posto a confronto con il diritto positivo, fornisce un'ulteriore conferma dello scarso seguito che la teoria dell'efficienza del mercato dei capitali ha avuto presso i legislatori e dell'attenzione che questi hanno posto alle difficoltà che l'investitore medio incontra nella formazione di un giudizio – senza *pre-giudizi* – sulla scelta d'investimento finanziario che si appresta a compiere. E, così come i legislatori non hanno esitato a percorrere la strada dell'imposizione e del progressivo ampliamento dei doveri di *disclosure* agli emittenti, pur di fronte alla corrente a lungo dominante che dichiarava l'inutilità (e la dannosità) dell'imposizione della *mandatory disclosure*, nel tempo essi hanno progressivamente affinato il contenuto dell'informazione richiesta in occasione della sollecitazione del pubblico risparmio in una chiave che tiene conto proprio dei rischi di agire irrazionale degli investitori.

In questo senso un ruolo importante è giocato, ad esempio, dalla prescrizione dell'uso del *plain English*, imposto dalla SEC negli USA già dal 1998 [con la *Rule 421(d)*]<sup>17</sup>. L'art. 94, co. 2, T.U.F., come novellato dal d.lgs. 11 ottobre 2012, n. 184, prevede che il prospetto sia accompagnato da una sintesi scritta «*concisamente e con linguaggio non tecnico*», la cui funzione è sì quella di rendere più agevolmente conoscibile il contenuto del prospetto e quindi le «*caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti*», ma è anche quella di consentire all'investitore di formare il proprio convincimento sulla base di elementi di immediata comprensione e quindi di ridurre il rischio di *overconfidence*, intuitivamente più frequente in presenza di un messaggio di avvertenze non abbastanza esplicativo o incisivo. In questa direzione milita la connessa disciplina della responsabilità da nota di sintesi che, normalmente esclusa dall'art. 94, co. 10, T.U.F., è però affermata quando essa, «*letta insieme con altre parti del prospetto, ...contenga informazioni chiave che aiutino gli investitori nel valutare se investire nei prodotti finanziari offerti*».

In termini di diritto positivo, quindi, la riduzione delle occasioni di induzione in errore dell'investitore o di incompleta formazione del bagaglio cognitivo necessario allo scopo di assumere un fondato giudizio sull'investimento si realizza attraverso la tecnica dell'ampliamento dei casi di *disclosure* obbligatoria in capo ad emittenti ed offerenti.

Per altro verso, l'approccio legislativo risente di una matrice risalente, quanto meno nel diritto europeo, che è quella di considerare rilevanti i vizi nella formazione del giudizio d'investimento solo in quanto riguardino

---

<sup>17</sup> V. ora SEC, *A Plain English Handbook*, consultabile all'indirizzo <https://www.sec.gov/pdf/handbook.pdf>

l'investitore reputato debole, in quanto non professionale o non sofisticato. Laddove, invece, l'investitore sia un investitore qualificato e l'offerta sia rivolta soltanto ad investitori di tale fatta, allora la disciplina del prospetto (e quindi della nota di sintesi) non trova applicazione (art. 100, co. 1, lett. *a*), T.U.F.).

L'ordinamento sembra pertanto preoccuparsi della formazione di scelte finanziarie affette da pregiudizi e potenzialmente foriere di danni soltanto quando siano assunte tendenzialmente da soggetti non professionali, coerentemente, per inciso, con la contrazione delle garanzie che vengono approntate nel contesto MiFID nel caso di contrattazione tra intermediari e clienti professionali o controparti qualificate. Con una sola precisazione: cioè che l'operatività irrazionale, quella dei *noise traders*, non nuoce solo agli operatori che sono affetti dal difetto cognitivo, ma potenzialmente lede il funzionamento dell'intero mercato.

Se così è, allora l'approccio normativo è viziato a sua volta da un pregiudizio e adotta un'ottica che è piuttosto simile a quella consumeristica che non funzionale a preservare l'integrità del mercato, che pure è obiettivo posto alla condotta degli intermediari finanziari che su quel mercato operano (art. 21, co. 1, lett. *a*), T.U.F.).

Volendo quindi tentare una conclusione, emerge come l'ordinamento del mercato finanziario conosca, e non da ora, una serie di rimedi che prendono atto di quelli che, se non disciplinati, costituirebbero fallimenti del mercato e adotti prescrizioni e rimedi che si pongono in sostanziale contrasto con le basi teoriche dell'efficienza del mercato dei capitali. E ciò avveniva anche quando tale efficienza costituiva un paradigma largamente condiviso nel dibattito giureconomico. Tale approccio, tuttavia, è stato prevalentemente volto a depurare da possibili pregiudizi la scelta di investimento finanziario dell'investitore non qualificato, mentre l'approccio in caso di scelte di investimento assunte da soggetti professionalmente qualificati è stato piuttosto quello di preoccuparsi dei soggetti (non qualificati) che a loro volta si sono affidati ad essi, imponendo regole stringenti in termini di responsabilità, per così dire, a monte (ad es., l'art. 23, co. 6, T.U.F., che grava l'intermediario dell'*«onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta»*).

Se ciò basti ad evitare l'incidenza di pregiudizi irrazionali sull'operatività dei mercati è dubbio e l'affinamento delle tecniche di studio dei processi cognitivi applicati alla finanza scoprirà via via nuovi di questi pregiudizi, connessi all'evoluzione delle stesse tecniche di investimento e di comunicazione. L'irrazionalità che con certezza possiamo escludere che venga rimossa rimane quella della bella giornata di sole su Central Park che riempie di buon umore i *trader* di Wall Street e li induce ad investimenti di rischio, facendone salire i corsi.

