

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

SECONDO SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE**

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,  
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI  
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,  
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

## **COMITATO DI DIREZIONE**

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,  
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,  
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

## **COMITATO SCIENTIFICO**

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,  
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,  
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE  
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO  
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,  
FRANCESCO TESAURO<sup>+</sup>

## **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

## **COMITATO EDITORIALE**

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,  
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA  
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA  
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO  
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO  
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA  
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA  
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,  
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,  
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,  
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SEGRETARIO DI REDAZIONE)

## **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

IL PRESENTE FASCICOLO RACCOGLIE GLI ATTI DEL CONVEGNO «L'ORDINAMENTO FINANZIARIO ITALIANO VERSO IL MERCATO UNICO DEI CAPITALI. IMPATTI PER LE IMPRESE, GLI INTERMEDIARI, I MERCATI, LE AUTORITÀ DI VIGILANZA» TENUTOSI PRESSO L'UNIVERSITÀ CA' FOSCARI VENEZIA I GIORNI 8 E 9 MAGGIO 2025 NELL'AMBITO DEL PRIN\_2020 – “AN ANALYSIS OF THE ITALIAN FINANCIAL LEGAL FRAMEWORK VIS-A-VIS THE CAPITAL MARKETS UNION ACTION PLAN: THE PERSPECTIVE OF REGULATORY FRAGMENTATION AND SUSTAINABILITY” (BANDO 2020 PROT. 2020SMP7A7).

NON SONO INCLUSE LE SEGUENTI RELAZIONI, IN QUANTO GIÀ OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SU QUESTA O SU ALTRE RIVISTE:

- A. BROZZETTI, UNIONE BANCARIA E MERCATO UNICO DEI CAPITALI: QUALCHE RIFLESSIONE SU SINERGIE E OSTACOLI ANCHE NELLA PROSPETTIVA DELLA “SIU”, IN EUROPEAN LAW AND FINANCE REVIEW, 2025, I, 90-102.
- G. DESIDERIO, IL SERVIZIO DI CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI: PROSPETTIVE DI RIFORMA E CRITICITÀ NELLA RETAIL INVESTMENT UNION, IN QUESTA RIVISTA, 2025, I, 77-103.
- A. SACCO GINEVRI, APPUNTI SU DIRITTO DI RECESSO E MAGGIORAZIONE DEL VOTO, IN RIV. SOC., 2025, II, 372-382.
- M. SEPE, LA DECLINAZIONE NAZIONALE DELLA CAPITAL MARKETS UNION NELLA RIFORMA DELLA DISCIPLINA DEI MERCATI DEL TUF, IN RIV. TRIM. DIR. ECON., 2025, I, 301-321.

### **SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836



## **La nozione di investitore nella prospettiva della *Capital Markets Union*: profili giuridico-economici**

**SOMMARIO:** 1. Introduzione. – 2. La nozione di investitore nella dottrina economica: cenni. – 3. Le plurime definizioni di investitore nel quadro normativo europeo di riferimento – 3.1. Profili comuni nelle differenti nozioni di investitore in vigore. – 4. La nozione di investitore e le altre figure dell'ordinamento bancario e finanziario. – 5. Profili comparatistici: la definizione statunitense di investitore. – 6. Luci e ombre di una definizione unitaria di investitore in Europa. – 7. La mancata unificazione della nozione di azionista. – 8. Osservazioni conclusive.

### *1. Introduzione*

La realizzazione dell'Unione del Mercato dei Capitali è da tempo una priorità del legislatore europeo; in effetti, sin dal progetto avanzato con il Trattato di Roma, l'eliminazione delle barriere alla libera circolazione dei capitali e prestazione dei servizi finanziari è stata considerata un *volano*<sup>1</sup> per la costituzione del mercato unico (*Capital Markets Union*, CMU<sup>2</sup>).

Il progetto persegue l'obiettivo di integrare i mercati dei capitali dell'UE; a tale scopo, esso prevede 16 azioni con le finalità, tra l'altro, di supportare un'economia sostenibile, digitale e resiliente e di integrare i singoli mercati nazionali in un mercato unico<sup>3</sup>. In tale contesto,

---

\* Il presente contributo è stato redatto nell'ambito del Progetto PRIN\_2020 – “*An analysis of the Italian financial legal framework vis-a-vis the capital Markets Union action plan: the perspective of regulatory fragmentation and sustainability*”. L'unità di ricerca afferente è l'Università “Ca' Foscari” Venezia, coordinata dal Professore Alberto Urbani.

<sup>1</sup> M. GARGANTINI, *Diritto europeo e discipline nazionali dei mercati finanziari: l'armonizzazione normativa dopo la Capital Markets Union*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, I, 20.

<sup>2</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Piano di azione per l'Unione dei mercati dei capitali* (COM (2015) 468 final), 30 settembre 2015; ID., *L'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione* (COM (2020) 590 final), 24 settembre 2020. Si veda, inoltre, A. BROZZETTI, *La transizione verso la “Capital markets union” (CMU): la tappa del novembre 2021*, in *Dir. banc. fin.*, 2022, II, 20 ss.

<sup>3</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, (COM (2020) 590 final), 24 settembre 2020. Al

assume rilievo l'Azione 12 dell'*Action Plan* per la CMU, la quale, al fine di facilitare l'impegno degli investitori transfrontalieri, si interroga sulla possibilità di introdurre una definizione unitaria di azionista nonché di chiarire e armonizzare ulteriormente le norme che disciplinano l'interazione tra investitori, intermediari ed emittenti<sup>4</sup>.

Ciò posto, si rende opportuno altresì premettere la circostanza per cui il diritto finanziario europeo sia caratterizzato da un approccio c.d. settoriale<sup>5</sup> e declinabile nei tre tradizionali ambiti, indipendenti l'uno dall'altro: bancario, dei capitali e assicurativo/fondi pensione. Al presente, ciascun ambito affronta le questioni relative alla protezione degli utenti di determinati servizi o prodotti finanziari in modo differenziato con riguardo agli obiettivi della normativa di riferimento. L'identificazione del soggetto da tutelare, il quale può svolgere, tra gli altri, il ruolo di depositante, cliente, consumatore, investitore, contraente di polizza, pertanto, varia a seconda dell'ambito di riferimento, rendendo, per tal via, la definizione del soggetto destinatario della protezione offerta dalle diverse normative, mutevole in base alle finalità<sup>6</sup> cui la disposizione tende.

Alla luce di tali premesse, ci si propone in questa sede di valutare se sia opportuno proporre una nozione unica di investitore a livello europeo, così come era stato auspicato per la definizione di azionista con l'*Action Plan* del 2020. Occorrerà valutare se l'introduzione di una nozione armonizzata di investitore possa costituire, per gli operatori, uno strumento capace di dare certezza nell'esercizio delle attività finanziarie, ovvero se, per converso, rischi di tradursi per questi ultimi in un vincolo in grado di riflettersi negativamente sulla pratica degli

---

presente vi è un ulteriore progetto, che riassume gli obiettivi della CMU, il Piano *Saving and Investment Union* (SIU), adottato il 19 marzo 2025 dalla Commissione europea.

<sup>4</sup> Sul punto, M. GARGANTINI, *Discipline degli emittenti e sviluppo dei centri finanziari nei mercati europei dei capitali*, in *Riv. Soc.*, 2024, V-VI, 1004.

<sup>5</sup> F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, Torino, 2024 e V. COLAERT, D. BUSCH e T. INCALZA (a cura di), *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Oxford, 2019.

<sup>6</sup> Sul punto, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, cit., 5, sottolinea come «sul punto, sono da tempo forti, in chi scrive, le perplessità e lo stesso legislatore ha ormai preso atto della necessità di rivedere, almeno in parte, l'approccio tradizionale, integrando maggiormente le regole relative ai tre settori, e spesso sconfinando dall'uno all'altro, o adottando approcci spiccatamente intersettoriali».



affari.

## 2. La nozione di investitore nella dottrina economica: cenni

In dottrina economica<sup>7</sup>, l'investitore viene descritto come il soggetto che assume decisioni in uno spazio bidimensionale e, più precisamente, un individuo o un'entità che assume un rischio al fine di conseguire benefici futuri (rendimento dell'investimento<sup>8</sup>). In specie, nell'ambito in discorso, il termine investitore indica colui che intenda destinare capitale in investimenti con l'aspettativa che questi ultimi aumentino di valore nel tempo<sup>9</sup>.

L'investitore è dunque il soggetto che destina risorse finanziarie a progetti o strumenti con la finalità di incrementare il valore del capitale investito nel tempo, contribuendo così al processo di allocazione efficiente delle risorse all'interno del sistema economico e finanziario. In siffatto contesto, emerge come la teoria economica classica<sup>10</sup> individui nella assunzione del rischio, la caratteristica distintiva dell'investitore: investire, dunque, significa accettare l'eventualità di perdere tutto o parte del capitale inizialmente investito. Più dettagliatamente, occorre specificare che una situazione di rischio è caratterizzata dalla possibilità che si realizzino più scenari e che a ciascuno di essi possa essere associata una probabilità di realizzazione nota *ex ante*; tale situazione di incertezza viene anche definita, in dottrina economica, "di incertezza debole"<sup>11</sup>. Sotto tale prospettiva,

---

<sup>7</sup> E. F. FAMA, *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, in *J Fin.*, 25, II, 1970, 383-417; R. A. BREALEY, S. C. MYERS e F. ALLEN, *Principles of Corporate Finance*, New York, 2019; Z. BODIE, A. KANEN e A. J. MARCUS, *Investments*, New York, 2014.

<sup>8</sup> In letteratura economica l'investimento «ossia la domanda di risparmio, rappresenta quella parte della produzione corrente che è destinata al mantenimento o all'accrescimento dello stock di capitale di un sistema economico», si veda: C. IMBRIANI, A. LOPES, *Macroeconomia. Mercati, Istituzioni finanziarie e politiche, Macroeconomia*, Novara, 2013, 159.

<sup>9</sup> C. J. LOOMIS, *Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically Everything, 1966-2012*, London, 2012.

<sup>10</sup> V. J. CALLAN e M. JOHNSON, *Some Guidelines for Financial Planners in Measuring and Advising Clients About Their Levels of Risk Tolerance*, in *Journal of Personal Finance* 2003, I, 31-44.

<sup>11</sup> Cfr. F. H. KNIGHT, *Risk, uncertainty and profit*, Boston, 1921.

rileva la criticità avanzata in economia rispetto alle scelte che devono essere effettuate quando il soggetto si trovi in condizioni di incertezza. Quest'ultima si riferisce ad una situazione in cui vi sono più "alternativi stati nel mondo"<sup>12</sup> che si possono verificare ma per i quali la probabilità associata è sconosciuta o non può essere adeguatamente stimata. L'incertezza può estendersi sino a configurarsi in una situazione in cui sono gli stessi *stati del mondo* a non essere conosciuti. Se ne deduce che tali situazioni di incertezza, rilevati in campo economico, possono tradursi nell'esigenza di avere uno spazio di tutela in ambito giuridico. Di qui, si rinviene l'esigenza del legislatore di tutelare l'investitore con riferimento all'informativa che deve essere a lui conferita da intermediari, autorità, regolatori, ciò tenuto conto del profilo di attitudine al rischio del singolo soggetto.

L'investitore è dunque qualificato come un *agente economico*<sup>13</sup>, il quale, in presenza di un ordinamento giuridico definito e stabile, adotta scelte razionali<sup>14</sup> di allocazione del capitale al fine di massimizzare

---

<sup>12</sup> *Ibidem*.

<sup>13</sup> H. MARKOWITZ, *Portfolio Selection*, in *J. Fin.*, 1952, VII, 77-91. Ed ancora, A. TVERSKY e D. KAHNEMAN, *Rational Choice and the Framing of Decisions*, in *The Journal of Business*, 1986, LIX, S251-S278.

<sup>14</sup> Nell'ambito finanziario l'investitore razionale viene definito dal CESR (*Committee of European Securities Regulators*) come «una persona che pensa e si comporta in modo razionale», all'interno del TUF (Testo Unico della Finanza) nell'art. 94 si rintraccia che è stato invece definito come «investitore ragionevole», ovvero un individuo a cui dovrebbero essere fornite informazioni rilevanti da utilizzare nel processo decisionale di investimento. Occorre richiamare A. SCIARRONE-ALIBRANDI, *I bisogni finanziari, il sistema finanziario e le ragioni della sua regolazione*, in *Diritto Commerciale, Vol IV – Diritto del Sistema Finanziario*, M. CIAN (a cura di), Milano, 2024. L'A. ritiene che «Anche in ragione dell'attuale mancanza di qualificazioni giuridiche univoche, sembra opportuno allora approcciare al tema mettendo per un attimo da parte la prospettiva del giurista per seguire quella – logicamente precedente – dell'analisi economica dei fenomeni in oggetto. Agli economisti risulta infatti assai meno problematico fornire una definizione sia di "sistema finanziario" che di "attività finanziarie", venendo tali concetti ricostruiti a partire dalla ancora più basilica nozione, già menzionata nell'Introduzione, di "bisogni finanziari". Proprio da questa nozione conviene dunque partire al fine di ricostruire le linee portanti del sistema finanziario inteso come "luogo" di risposta a tali bisogni, per riportare solo in seguito il discorso sul piano delle qualificazioni giuridiche e della regolamentazione del sistema medesimo».

l'utilità attesa e valutando al contempo costi, benefici e rischi<sup>15</sup>. Con tale definizione si tende tuttavia ad idealizzare il comportamento umano senza valutare l'influenza di fattori psicologici, idonei, spesso, a comportare l'adozione di scelte non pienamente razionali. Nonostante ciò, l'assunzione di razionalità rimane un riferimento centrale nella teoria economica per comprendere e *modellare* le dinamiche di investimento. È proprio in siffatto ambito che assume rilievo il concetto di *financial education*, il quale, come è noto, ha lo scopo di rendere l'investitore consapevole del beneficio derivante dalla diversificazione e dall'opportunità di combinare fra loro attività caratterizzate da diversi possibili comportamenti<sup>16</sup>.

Alla luce della nozione di investitore elaborata dalla dottrina economica – dalla quale emergono profili rilevanti anche sul piano giuridico, quali la propensione al rischio e le aspettative di rendimento – appare opportuno approfondire come tale figura sia inquadrata nell'ordinamento europeo.

### 3. *Le plurime definizioni di investitore nel quadro normativo europeo di riferimento*

In via preliminare, appare doveroso precisare che, all'interno della normativa europea di rango primario, non sussistono disposizioni volte a fornire una unitaria nozione di investitore ed inoltre la giurisprudenza europea o nazionale non appare essersi sinora interrogata sulla definizione di investitore né tantomeno sulla difficoltà di interpretazione di tale definizione nei differenti ambiti in cui essa viene utilizzata. Tuttavia, l'attuale impianto normativo europeo prevede da un lato una nozione generale di investitore<sup>17</sup>, come la persona che ha affidato fondi o strumenti ad un'impresa d'investimento; dall'altro, contempla molteplici definizioni di investitore, predisposte con riferimento a differenti ambiti dell'attività finanziaria.

---

<sup>15</sup> G. HELLERINGER, *A Behavioural Perspective on Consumer Finance*, in *Research Methods in Consumer Law*, H. MICKLITZ, A. SIBONY e F. ESPOSITO (a cura di), Cheltenham, 2018.

<sup>16</sup> Per un maggiore approfondimento sul punto si veda, D. ROSSANO, *Le «tecniche cognitive» nei contratti di intermediazione finanziaria*, Napoli, 2011.

<sup>17</sup> Direttiva 97/9/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 3 marzo 1997 relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori.

Con riguardo alle plurime determinazioni della figura in discorso, è doveroso anticipare che il legislatore spesso utilizza indistintamente il termine investitore e cliente, assimilando così le due nozioni. Invero, la direttiva MiFID II<sup>18</sup> fornisce una descrizione di cliente prevedendo che quest'ultimo sia una persona fisica o giuridica alla quale un'impresa di investimento presta servizi di investimento o servizi accessori (art. 4 par. 9). Inoltre, la normativa in discorso offre una distinzione tra cliente al dettaglio e professionale, definendo il primo come colui «che non sia un cliente professionale»<sup>19</sup>, dunque, egli viene definito in via residuale dal legislatore europeo. Per converso, il cliente professionale (art. 4 par. 10) è colui che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assume.

Come è stato anticipato, la nozione di investitore è da rinvenirsi altresì in ulteriori ambiti del diritto bancario e finanziario europeo; si prenda ad esempio la materia delle cartolarizzazioni: l'art. 2 del Regolamento (UE) n. 2402/2017 (Regolamento Cartolarizzazioni) prevede che l'investitore sia «la persona fisica o giuridica che detiene una posizione verso una cartolarizzazione». A nostro avviso, tale locuzione appare essere una scelta ben definita del legislatore europeo, il quale definisce l'investitore in modo volutamente ampio e neutrale, riflettendo l'intento di includere una pluralità eterogenea di soggetti (banche, fondi, assicurazioni, soggetti *retail* sofisticati ecc.), i quali partecipano al mercato delle cartolarizzazioni.

Volendo poi riferirsi a un ulteriore ambito di riferimento occorre richiamare l'art. 4, paragrafo 6, del Regolamento (UE) n. 1286/2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati. Esso prevede che l'investitore al dettaglio sia un “cliente al dettaglio” come definito all'articolo 4, paragrafo 1, punto 11, della Direttiva (UE) 65/2014. Allo stesso modo, la Direttiva (UE) 2024/927 (AIFMD), disciplina

---

<sup>18</sup> Tra tutti M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in questa *Rivista*, 2020, I, 145 ss.

<sup>19</sup> Si noti che la nozione di cliente al dettaglio (Art. 4(1)(11) MiFID II) e quella di consumatore, ai fini del diritto privato internazionale, non coincidono, ciò che accresce la complessità del sistema (si veda sul punto, R. MOTRONI, *La profilatura del cliente nella MiFID II*, in *La MiFID II*, V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), Padova, 2016, 416 ss.

l'investitore professionale, definendo quest'ultimo come un cliente professionale o che egli possa, su richiesta, essere considerato alla stregua di un cliente professionale richiamando quando previsto dalla MiFID II. A nostro avviso, tale definizione, contenuta all'interno della MiFID II, sembra evidenziare la volontà del legislatore europeo di mantenere una coerenza sistematica tra diverse discipline del diritto finanziario europeo, assicurando un perimetro uniforme di soggetti destinatari delle tutele riservate agli investitori.

E ancora, occorre precisare che, all'interno della Direttiva 59/2014 *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD), l'art. 2, paragrafo 105, richiamando la citata disposizione di rango europeo, disciplina che l'investitore è da intendersi come la persona che ha affidato fondi o strumenti, nell'ambito di operazioni d'investimento, ad un'impresa d'investimento<sup>20</sup>. Tale disposizione introduce una definizione funzionale e relazionale che si discosta da altre più generiche presenti nel diritto bancario e finanziario europeo: essa, infatti, pone l'accento sul rapporto fiduciario tra investitore e intermediario e sul conferimento di risorse nell'ambito di una relazione contrattuale di investimento, assumendo particolare rilievo nel contesto della risoluzione delle crisi bancarie.

Alla luce degli esempi normativi in questa sede esaminati, si può affermare che la scelta del legislatore europeo, di disciplinare la nozione di investitore a seconda del settore di riferimento, appare rispecchiare una scelta regolatoria deliberata, volta a garantire flessibilità interpretativa e operativa in un contesto economico e finanziario in costante evoluzione.

Tuttavia, benché la normativa europea non offra una recente definizione di investitore, essa si avvale di riferimenti e rinvii puntuali alle categorie di soggetti coinvolti nei mercati finanziari, con particolare attenzione ai profili di tutela e di classificazione. In tale contesto, l'investitore viene identificato in termini funzionali e categoriali, differenziando tra investitori al dettaglio, investitori professionali e controparti qualificate (articoli 4 e 24-35 MiFID II). Detta classificazione ha rilevanza sostanziale poiché determina il livello di

---

<sup>20</sup> Direttiva 97/9/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 3 marzo 1997, relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori.

protezione normativa cui ciascuna categoria può accedere, nonché le modalità di esecuzione dei servizi di investimento<sup>21</sup>.

Già con la MiFID I si rispondeva all'esigenza di un'applicazione differenziata in ragione del grado di protezione necessario all'investitore, in applicazione del principio di graduazione della tutela, così come stabilito dal considerando 31 della direttiva; successivamente, con la MiFID II si è consolidato il principio di graduazione della tutela, correlato alla classificazione concentrata sull'intensificazione di alcuni strumenti di tutela, stabilendo però una sorta di tutela c.d. di base, laddove al considerando 86 precisa che «al fine di migliorare il quadro regolamentare applicabile alla prestazione di servizi a prescindere dalle categorie di clienti interessate, è opportuno chiarire che alle relazioni con qualsiasi cliente si applicano i principi dell'agire in modo onesto, equo e professionale e l'obbligo di essere corretti, chiari e non fuorvianti». Dal menzionato considerando emerge come la MiFID II svolga, dunque, una funzione di riferimento essenziale nell'ambito della regolamentazione europea dei mercati finanziari<sup>22</sup>, stabilendo criteri operativi per individuare le caratteristiche e le esigenze informative degli investitori, senza tuttavia procedere a una definizione formale e unitaria del concetto di investitore. Questo approccio sarebbe idoneo a riflettere la complessità e la varietà delle figure economiche che operano nel mercato finanziario, le quali, a nostro avviso, potrebbero non essere adeguatamente rappresentate da una unica definizione, statica e generale.

---

<sup>21</sup> A. PERRONE, *La classificazione della clientela*, in *L'attuazione della direttiva MiFID in Italia*, R. D'APICE (a cura di), Bologna, 2010, 507. Sul recepimento della MiFID in Italia si veda, S. BASTIANON, *L'integrazione dei mercati finanziari in Europa: la MiFID e la recente normativa italiana di recepimento*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, 2008, II, 255 ss.; C. SAVERIO, *L'attuazione della direttiva Mifid in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, in *Foro It.*, 2008, II, 57 ss.

<sup>22</sup> F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit.

### 3.1. *Profili comuni nelle differenti nozioni di investitore in vigore*

Le sopradescritte nozioni di investitore presentano taluni profili comuni, i quali superano le specificità dei singoli contesti normativi e riflettono un approccio regolatorio mirato alla tutela del soggetto debole<sup>23</sup>.

La dimensione dell'affidamento e del rischio è un primo profilo comune tra le differenti nozioni sopra analizzate; in effetti, l'investitore è da qualificarsi come colui che, attraverso un atto di investimento, quale il conferimento di fondi o strumenti a un'impresa di investimento, si espone ad un rischio specifico connesso sia all'andamento del mercato di riferimento sia alla potenziale asimmetria informativa con il soggetto intermediario<sup>24</sup>. Tale ultimo profilo, di c.d. vulnerabilità, è il presupposto che spinge a giustificare il sistema protezionistico che vede come protagonista l'investitore, specialmente quello *retail*<sup>25</sup>. È proprio in tale prospettiva, dunque, che il diritto dell'Unione si pone come uno strumento di riequilibrio strutturale del rapporto tra le parti, intervenendo *ex ante* con obblighi di trasparenza, adeguatezza e correttezza<sup>26</sup>, al fine di ridurre l'asimmetria informativa e ripristinare,

---

<sup>23</sup> U. MORERA, *Irrazionalità del contraente investitore e regole di tutela*, in *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, R. ELGUETA (a cura di), Roma, 2014.

<sup>24</sup> F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit.

<sup>25</sup> Al riguardo, occorre richiamare, la circostanza per cui gli investitori istituzionali non gestiscono le partecipazioni acquistate nel loro interesse (per così dire "individuale"), ma operano piuttosto nell'interesse di coloro i quali hanno reso disponibile il denaro che costituisce oggetto dell'investimento. Sotto quest'angolo visuale, si può meglio comprendere la differenza – riscontrabile sul piano sostanziale – rispetto ad altre tipologie di azionisti come, ad esempio, un imprenditore ovvero un investitore *retail*; sul punto si veda: M. VENTORUZZO, (a cura di), *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, Torino, 2023, 185 ss., secondo il quale la posizione degli investitori istituzionali (da intendersi come portatori di interessi collettivi altrui) sembrerebbe rivelare alcune affinità con quella degli amministratori di società, i quali operano nell'interesse esclusivo dei soci. Com'è noto, infatti, negli emittenti quotati vi è un duplice piano di rapporti c.d. di "agenzia" (*agency*): gli amministratori della società sono *agents* (in senso atecnico, "fiduciari") che operano nell'interesse dei loro soci-*principals*; tali ultimi, se investitori istituzionali, sono a loro volta *agents* ("fiduciari") dei loro clienti-*principals*.

<sup>26</sup> A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 7, il quale sottolinea che la MiFID II ha introdotto «un'ulteriore strategia a tutela dell'investitore che completa la parabola verso il paternalismo

almeno in parte, la parità contrattuale<sup>27</sup>. Di qui, può rinvenirsi un ulteriore elemento di comunanza tra le definizioni analizzate e cioè la natura funzionale della nozione di investitore; invero, l'identità giuridica dell'investitore non è definita da un concetto formale ma dalla sua posizione nel rapporto con l'intermediario e dalla capacità dell'investitore di agire in modo consapevole attraverso la piena disposizione delle sue finanze. La MiFID II, in tal senso, funge da perno sistematico, distinguendo i clienti in categorie in base a criteri di esperienza, conoscenza e competenza<sup>28</sup>. Detta classificazione della clientela non rappresenta – all'evidenza – l'esito di un mero esercizio descrittivo del legislatore, bensì costituisce il fondamento su cui si innestano gli obblighi di diligenza, correttezza, trasparenza e adeguatezza, i quali impongono all'intermediario di agire nel migliore interesse del cliente<sup>29</sup>.

Altro profilo di rilievo è rappresentato dall'interconnessione normativa, la quale costituisce un elemento strutturale del sistema giuridico europeo in materia finanziaria<sup>30</sup>. Sebbene si sia potuto notare che le definizioni di investitore divergano all'interno dei differenti provvedimenti normativi citati, il quadro giuridico europeo si caratterizza per un sistema di rinvii, i quali integrano discipline formalmente autonome, come, ad esempio, il Regolamento PRIIPs e la Direttiva BRRD, con i principi e le categorie delineati dalla Direttiva MiFID II.

Orbene, tale peculiare meccanismo di rinvio normativo non solo consente una coerenza sistemica ma riflette altresì il sopracitato approccio funzionale del legislatore europeo, volto a garantire un livello elevato di tutela degli investitori e una disciplina armonizzata del mercato orientando i propri sforzi verso la realizzazione di un diritto

---

iniziata dalla *law in action* nel vigore della MiFID» fondata non solo più su regole di trasparenza, ma anche su «regole assai stringenti sulla “produzione” e sulla distribuzione degli strumenti finanziari, sinteticamente identificate con l'espressione “product governance”».

<sup>27</sup> Per tutti, M. ANDENAS e H. Y. CHIU, *The Foundations and Future of Financial Regulation: Governance for Responsibility*, Londra, 2014, 22 ss.

<sup>28</sup> F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit.

<sup>29</sup> A. PERRONE, *La classificazione della clientela*, cit.

<sup>30</sup> Circostanza che ben si evince da: F. SARTORI, *Ordinamento finanziario europeo e il ruolo del Testo Unico Bancario: note introduttive*, in questa Rivista, 2024, IV, 953-968.



del mercato dei capitali armonizzato a livello europeo. Da tale approccio ne deriva, a ben vedere, un sistema in cui le nozioni giuridiche assumono spesso un significato adattabile ai differenti contesti di riferimento e alle finalità proprie di ciascun intervento regolatorio. Può dirsi dunque che la disciplina in materia si presenta «composita variegata e mutevole»<sup>31</sup> in ragione del diverso soggetto che investe nell'ambito di riferimento. Ancor di più, a nostro avviso, tale approccio tende ad assicurare una effettiva protezione dell'investitore (in ogni ambito singolarmente disciplinato) e un bilanciamento tra flessibilità applicativa e certezza del diritto, favorendo così l'intento del legislatore di rendersi capace di adattarsi alle evoluzioni dei mercati finanziari europei.

#### 4. *La nozione di investitore e le altre figure dell'ordinamento bancario e finanziario*

Come si evince dalla lettura delle disposizioni europee e nazionali con riferimento alla nozione di investitore, quest'ultima può assimilarsi o talvolta confondersi con altre definizioni di simile portata all'interno dell'ordinamento bancario e finanziario come, ad esempio, quella di consumatore, cliente o azionista.

Per quel che concerne il rapporto tra la nozione di consumatore e quella di investitore occorre richiamare l'art. 3 del Codice del Consumo, il quale definisce il consumatore o utente «la persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta». Tale nozione di carattere *generale*<sup>32</sup> si fonda su un elemento positivo connesso alla qualità di persona fisica e alla relazione che instaura con il professionista e su un elemento negativo, ossia il non agire per scopi imprenditoriali o professionali. Tuttavia, sempre all'interno del Codice del Consumo vi sono diverse declinazioni di consumatore (*i.e.* il

---

<sup>31</sup> F. DI CIOMMO, *La consulenza finanziaria alla luce della MiFID 2: profili giuridici*, in *Riv. Trim. dir. econ.*, 2017, I, 46.

<sup>32</sup> Cfr. G. CHINÉ, *Uso ed abuso della nozione di consumatore nel codice del consumo*, in *Il Corriere del merito*, 2006, IV, 432.

consumatore di prodotti finanziari<sup>33</sup>), laddove ciò sia reso necessario dall'ambito settoriale della disciplina e dalle esigenze di protezione.

Ciò posto, occorre precisare che la figura del consumatore, così come quella di cliente della banca, non è direttamente richiamata dalla Costituzione<sup>34</sup>; può rinvenirsi un riferimento indiretto a tale soggetto all'interno dell'art. 43, il quale menziona gli utenti, seppur tale termine si riferisca, in tale circostanza, solamente ai soggetti che utilizzino i servizi di imprese strategiche<sup>35</sup>. Se ne deduce dunque che il consumatore possa essere definito con riferimento all'ambito in cui esso operi e può essere ricompreso anche nella categoria del consumatore di prodotti finanziari.

Sotto altro profilo e volendo in parte anticipare taluni aspetti del binomio investitore/cliente, occorre richiamare l'art. 1 del T.U.F. rubricato «Definizioni», il quale come è noto disciplina che i «clienti al dettaglio o investitori al dettaglio» sono «i clienti o gli investitori che non sono clienti professionali o investitori professionali» (comma 1, lett. m-*duodecies*), richiamando l'impostazione del legislatore europeo con la MiFID II.

Secondo parte della dottrina<sup>36</sup>, il cliente al dettaglio assume la caratteristica che la avvicina alla definizione di “consumatore” ossia la sua individuazione in negativo. Pertanto, sarà cliente al dettaglio solamente quell'investitore che non possiede gli elementi distintivi del

---

<sup>33</sup> Si individua inoltre il c.d. “consumatore medio” ossia quel soggetto “normalmente informato e ragionevolmente attento e avveduto”, che rileva, ad esempio, nell'ambito delle pratiche commerciali scorrette, in contrapposizione ad un peculiare tipo di consumatore, quello “vulnerabile”, destinatario della disciplina sulla sicurezza dei prodotti, si veda sul punto: N. GALGANO ZORZI, *Contratto di consumo e libertà del consumatore*, Assago, 2012, 1 ss..

<sup>34</sup> Cfr. M. LIBERTINI, *Sulla nozione di libertà economica*, in *Contr. Impr.*, 2019, IV, 1278, il quale ravvisa in tale lacuna un “limite culturale” del Costituente. A proposito della mancata considerazione dei consumatori nella loro dimensione per così dire collettiva, non essendo le associazioni consumeristiche esplicitamente menzionate nella Carta fondamentale, al pari di formazioni sociali quali sindacati e partiti, si veda, P. RESCIGNO, *Formazioni sociali e terzi*, in *Persona e comunità*, P. RESCIGNO (a cura di), Vol. II, Padova, 1988, 406, nonché, più di recente, G. ALFANO, *Rappresentatività e democraticità delle associazioni di consumatori*, Napoli, 2020, 33.

<sup>35</sup> Cfr. G. LEMME, *Attualità della nozione di “cliente della banca”*, in questa *Rivista*, 2021, II, 267 ss.

<sup>36</sup> *Ibidem*.

cliente professionale. Per converso, secondo altra parte della dottrina, la nozione di “consumatore” si riferisce a colui che operi al di fuori della attività professionale eventualmente svolta e, pertanto, non coincide con la nozione di “investitore al dettaglio” ai sensi della MiFID II<sup>37</sup>.

Occorre poi evidenziare che non si rinviene all’interno del T.U.F. un significato tipicamente giuridico del termine investitore, il quale non viene definito allo stesso modo di come accade a livello europeo. Accade altresì che la figura dell’investitore viene assimilata a quella di cliente<sup>38</sup> (o anche clientela), il quale non viene definito all’interno del

---

<sup>37</sup> La dottrina in discorso richiama il precedente giurisprudenziale: C. Giust., UE 3 ottobre 2019, causa C-208/18, *Petruchová*. La CGUE, in particolare afferma che «L’articolo 17, paragrafo 1, del Regolamento (UE) n. 1215/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 dicembre 2012, concernente la competenza giurisdizionale, il riconoscimento e l’esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale, deve essere interpretato nel senso che una persona fisica che in forza di un contratto quale un contratto differenziale concluso con una società di intermediazione finanziaria effettua operazioni sul mercato internazionale dei cambi FOREX (*Foreign Exchange*) tramite tale società, deve essere qualificata come “consumatore”, ai sensi di detta disposizione, se la conclusione di tale contratto non rientra nell’ambito dell’attività professionale di tale persona, circostanza che spetta al giudice del rinvio verificare. Ai fini di tale qualificazione, da un lato, fattori quali il valore delle operazioni effettuate in forza di contratti quali i contratti differenziali, l’entità dei rischi di perdite finanziarie associati alla conclusione di tali contratti, le eventuali conoscenze o competenze di detta persona nel settore degli strumenti finanziari o il suo comportamento attivo nel contesto di tali operazioni sono, in quanto tali, in linea di principio, privi di pertinenza; dall’altro, il fatto che gli strumenti finanziari non rientrino nell’ambito di applicazione dell’articolo 6 del regolamento (CE) n. 593/2008 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 giugno 2008, sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (Roma I) o che tale persona sia un “cliente al dettaglio” ai sensi dell’articolo 4, paragrafo 1, punto 12, della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio, è di per sé, in linea di principio, ininfluyente».

<sup>38</sup> U. MORERA, *Sulla nozione di “cliente della banca”*, in *Vita notar.*, 1995, I, 590. Ed ancora occorre richiamarsi il pensiero di G. LEMME, *op. cit.*, 268: «Per quanto riguarda l’equivalenza tra “cliente” e “consumatore”, questa sarà oggetto di analisi specifica nelle pagine che seguono; accenno sin da ora al fatto che il cliente della banca non è soltanto necessariamente un consumatore e che diviene dunque fondamentale stabilire se possa trovarsi una unitarietà tra clienti professionali e clienti

T.U.F.; per converso, il Regolamento Intermediari, invece, fornisce una nozione generale di cliente, all'art. 26, comma 1, lett. c), definendolo «la persona fisica o giuridica a cui vengono prestati servizi di investimento principali o accessori», distinguendo poi, alle lettere d) ed e) le categorie di clienti professionali ed al dettaglio (ai quali si aggiungono le controparti qualificate, ai sensi dell'art. 6, comma 2-*quater*, lett. d), T.U.F. e dell'art. 58, comma 2, Regolamento Intermediari).

Si osserva che, alla stregua dei significati considerati, c'è chi ritiene che i termini investitore e cliente non hanno lo stesso significato, né si pongono in rapporto di genere a specie<sup>39</sup>. Di contro, a parere di chi scrive, il termine cliente e investitore possono essere identificati nel medesimo soggetto giuridico poiché hanno i medesimi tratti essenziali: persona fisica o giuridica, prestazione di servizi di investimento e classificazione a seconda della protezione che devono ricevere dall'ordinamento. Più nello specifico, per quel che concerne quest'ultimo profilo, occorre evidenziare che, allo stesso modo della previsione di investitore, la disciplina applicabile al cliente della banca varia invero in relazione alle caratteristiche (soggettive) del cliente e a quelle (oggettive) del rapporto preso in considerazione. A nostro avviso, dunque, si potrebbe asserire che il quadro normativo di riferimento muta in relazione alla veste con cui il cliente si presenta alla banca<sup>40</sup>.

Sotto altro profilo, ancora, occorre precisare che la figura di investitore potrebbe coincidere con quella di azionista e in particolare, l'azionista investitore istituzionale o professionale è un azionista rilevante a prescindere dalla misura di capitale detenuta, e l'entità della sua partecipazione è solo relativamente rilevante nel definirne il ruolo

---

privati; tema dirimente per identificare, in una accezione moderna, l'attualità della nozione», ed ancora *ex multis*: M. PORZIO, *La relazione tra banca e cliente nella recente evoluzione del diritto bancario*, in *Nuove regole per le relazioni tra banche e clienti. Oltre la trasparenza? – Atti del convegno (San Miniato, 22-23 ottobre 2010)* Torino 2011, 20 ss.; S. CAPIELLO, *Il cliente della banca*, in *Lezioni di diritto bancario*, P. FERRO-LUZZI (a cura di), Vol. II, Torino, 2004, 1 ss.

<sup>39</sup> In prospettiva storica, il nostro legislatore è stato tradizionalmente restio a dare rilevanza normativa al termine: G. CRISCUOLI, *Introduzione allo studio del diritto bancario inglese: B) il cliente della banca*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1972, I, 321 ss. (che rintraccia la prima – e sino ad allora unica – apparizione del termine nell'art. 41 del R.D. 21 dicembre 1933, n. 1736 con riferimento all'assegno sbarrato).

<sup>40</sup> S. CAPIELLO, *op. cit.*, 2.

nella società, che discende anche dalle sue pregresse conoscenze ed esperienze.

All'interno del T.U.F. si individua con la figura di azionista investitore istituzionale e professionale del risparmio il soggetto referente dei poteri delle minoranze<sup>41</sup>, pur non emergendo alcuna definizione giuridica dell'investitore istituzionale<sup>42</sup>. Di contro, dal T.U.F. può essere ricavato il dato secondo cui l'*informazione* costituisce il fattore idoneo a distinguere l'azionista/investitore e l'azionista/consumatore (art. 92, comma 1, T.U.F.)<sup>43</sup>.

In conclusione, la figura dell'investitore in ambito bancario e finanziario è *flessibile* e la sua definizione giuridica dipende, di volta in volta, dal contesto normativo di riferimento. Essa si colloca all'incrocio tra diverse categorie – consumatore, cliente, azionista – con le quali può condividere alcuni elementi qualificanti, senza tuttavia perdere una propria autonomia. Tale autonomia emerge nella misura in cui l'investitore è destinatario di tutele specifiche e di obblighi informativi, in quanto soggetto chiamato a compiere scelte consapevoli nell'ambito dei mercati finanziari.

---

<sup>41</sup> P. MONTALENTI, *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 347 ss.; ID., *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. COTTINO (diretto da), Vol. IV, Padova, 2004, 24; ID., *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in *Riv. Soc.*, 2006, 99; R.H. O'NEAL, *Giving Shareholders Power to Veto Corporate Decisions: use of special Charter and by-law Provisions*, in *Law and Contemporary Problems*, 1953, 453 ss.; D. PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, III, 476 ss.

<sup>42</sup> Allegato n. 3 al regolamento intermediari contenuto nella delibera Consob 29 ottobre 2007, n. 16190, come modificata da ultimo con delibera Consob 17 marzo 2016, n. 19548.

<sup>43</sup> Cfr. M. COSSU, *I poteri di voce al tempo delle proxy advisory firms. Premesse per un'indagine in Regole del mercato e mercato delle regole il diritto societario e il ruolo del legislatore*, G. CARCANO, M.C. MOSCA e M. VENTORUZZO (a cura di), Milano, 2016.

### 5. *Profili comparatistici: la definizione statunitense di investitore*

Alla luce di quanto si è detto, potrebbe essere utile ai fini che qui ci occupano, verificare l'approccio seguito in materia da altri Paesi e specificamente dall'ordinamento statunitense.

Preliminarmente occorre specificare che, all'interno del Codice civile americano, per investitore<sup>44</sup> si intende qualsiasi persona fisica; qualsiasi gruppo composto da non più di dieci persone fisiche; qualsiasi società, associazione, *trust* o altra persona giuridica; o qualsiasi combinazione di due o più società, associazioni, *trust* o altre persone giuridiche, aventi tutti i poteri necessari per ottemperare ai requisiti del relativo sottocapitolo, che il Segretario ritenga qualificate in base all'esperienza commerciale e alle strutture, in grado di garantire la necessaria continuità dell'investimento a lungo termine e di disporre del capitale necessario per l'investimento a lungo termine nel progetto, e approvi come idonee all'assicurazione ai sensi del presente sottocapitolo. Se ne deduce che l'ordinamento americano attribuisce particolare rilievo alla capacità economico-organizzativa dell'investitore, demandando al Segretario un potere di valutare in concreto la presenza dei requisiti richiesti dalla normativa.

In questa sede va ricordato che già il *Securities Act* del 1933<sup>45</sup>, fornisce una definizione di investitore accreditato (*accredited investor*) che è colui che acquista titoli (*securities*) con l'obiettivo di realizzare

---

<sup>44</sup> 12 U.S. Code § 17471 – *Definitions*.

<sup>45</sup> Si riporta integralmente il testo, 15 U.S.C. §77a *et seq*: «The term “accredited investor” shall mean – (i) a bank as defined in section 3(a)(2) whether acting in its individual or fiduciary capacity; an insurance company as defined in paragraph (13) of this subsection; an investment company registered under the Investment Company Act of 1940 or a business development company as defined in section 2(a)(48) of that Act; a Small Business Investment Company licensed by the Small Business Administration; or an employee benefit plan, including an individual retirement account, which is subject to the provisions of the Employee Retirement Income Security Act of 1974, 3 if the investment decision is made by a plan fiduciary, as defined in section 3(21) of such Act, which is either a bank, insurance company, or registered investment adviser; or (ii) any person who, on the basis of such factors as financial sophistication, net worth, knowledge, and experience in financial matters, or amount of assets under management qualifies as an accredited investor under rules and regulations which the Commission shall prescribe. The terms “security future”, “narrow-based security index”, and “security futures product” have the same meanings as provided in section 3(a)(55) of the Securities Exchange Act of 1934».

un ritorno economico<sup>46</sup>. Anche in questo caso, il legislatore ha ritenuto di individuare alcuni parametri quantitativi per identificare il destinatario del provvedimento; ci si riferisce tra gli altri ai criteri specifici in merito al patrimonio, al reddito o alla competenza finanziaria<sup>47</sup>. Alla categoria dell'investitore accreditato si aggiunge quella dell'"acquirente qualificato" (*qualified purchaser*), il quale è definito nell'*Investment Company Act* del 1940 come colui che possiede un livello elevato di investimenti: in particolare, una persona fisica con almeno 5 milioni di dollari in "investimenti", oppure un'entità che detiene almeno 25 milioni di dollari investiti per conto proprio o di altri investitori qualificati; rientrano inoltre taluni *trust* e società familiari che soddisfano gli stessi requisiti patrimoniali e non sono stati costituiti al solo scopo di acquisire i titoli oggetto dell'investimento (15 U.S.C. § 80a-2(a)(51)).

Vengono altresì disciplinati dal legislatore oltreoceano gli investitori al dettaglio, i quali acquistano e vendono titoli per conti personali piuttosto che per scopi istituzionali o commerciali; essi sono tutelati dal *Regulation Best Interest* e da apposite organizzazioni come la *Securities and Exchange Commission* la quale suggerisce specifiche *best practices*<sup>48</sup>.

In conclusione, sul punto, può dirsi che analogamente a quanto avviene in Europa, anche nell'ordinamento americano non si rinviene

---

<sup>46</sup> C. R. ZIMMERMAN, *Accredited Investors: A Need for Increased Protection in Private Offerings*, in *Northwestern University Law Review*, 2019, CXIV, 507 ss.

<sup>47</sup> Le entità possono qualificarsi come investitori accreditati in base alla loro struttura, alle loro attività o a una combinazione di entrambi i fattori (*Regulation D*, 17 CFR §230.501 *et seq.*).

<sup>48</sup> In *Electronic Code of Federal Regulation*, 17 CFR § 240.151-1 – *Regulation best interest*: «(1) *Retail customer* means a natural person, or the legal representative of such natural person, who: (i) Receives a recommendation of any securities transaction or investment strategy involving securities from a broker, dealer, or a natural person who is an associated person of a broker or dealer; and (ii) Uses the recommendation primarily for personal, family, or household purposes. (2) *Retail customer investment profile* includes, but is not limited to, the retail customer's age, other investments, financial situation and needs, tax status, investment objectives, investment experience, investment time horizon, liquidity needs, risk tolerance, and any other information the retail customer may disclose to the broker, dealer, or a natural person who is an associated person of a broker or dealer in connection with a recommendation».

una definizione unica di investitore. Al contrario, la nozione assume contorni differenti a seconda del contesto normativo di riferimento.

#### *6. Luci e ombre di una definizione unitaria di investitore in Europa*

L'introduzione di una definizione di investitore unitaria e armonizzata a livello europeo, sulla scorta della proposta UE in materia di azionista, avrebbe l'obiettivo di superare l'attuale frammentazione regolamentare derivante dall'approccio settoriale del diritto finanziario sovranazionale (bancario, mercati dei capitali, assicurativo/fondi pensione). Invero, una nozione comune agirebbe come uno strumento idoneo a garantire maggiore certezza nell'esercizio delle attività finanziarie per gli operatori (intermediari ed emittenti) che operano in diversi Stati Membri. Eliminando le definizioni mutevoli in base all'ambito di riferimento (depositante, cliente, consumatore, investitore, contraente di polizza, ecc.), si ridurrebbero le incertezze applicative e gli eventuali costi di *compliance* derivanti dalla necessità di adattarsi a discipline disomogenee, «le divergenze hanno un costo»<sup>49</sup>.

Come è stato anticipato, nella materia in esame, assume rilievo centrale il profilo della tutela del contraente debole, figura che, nel contesto dei mercati finanziari, coincide frequentemente con l'investitore al dettaglio. Quest'ultimo, a differenza degli operatori professionali, si caratterizza per una minore capacità informativa, tecnica e finanziaria, che lo espone a un rischio più elevato di asimmetrie informative e di comportamenti opportunistici da parte degli intermediari.

Una definizione uniforme di investitore, valida trasversalmente per i diversi settori del diritto finanziario, favorirebbe da un lato una maggiore certezza del diritto e una più efficace prevedibilità dell'azione regolatoria, garantendo che i presidi di tutela si applichino in modo coerente a tutti i soggetti che, per caratteristiche e posizione contrattuale, si trovano in una situazione di debolezza strutturale; dall'altro, la realizzazione di un'unica definizione di investitore non permetterebbe di tutelare tale soggetto calibrando la protezione di cui esso dovrebbe godere con riferimento ai singoli casi di specie ma si

---

<sup>49</sup> Cfr. M. GARGANTINI, *Diritto europeo e discipline nazionali dei mercati finanziari: l'armonizzazione normativa dopo la Capital Markets Union*, cit., 24.



troverebbero in una situazione di disparità di trattamento e in violazione del principio di uguaglianza sostanziale.

Sotto altro profilo, l'uniformazione della definizione di investitore potrebbe assumere rilievo per l'interprete il quale, anziché trovarsi differenti nozioni tra le quali doversi destreggiare può trovare il riferimento nozionistico all'interno di un'unica disposizione europea. Di contro, però occorre rilevare che l'interprete, nel proprio processo valutativo e nell'adozione di decisioni, deve tenere conto del contesto e della normativa di ciascun specifico ambito di riferimento e, pertanto, a nostro avviso, può evitarsi detta armonizzazione definitoria se tale soggetto tiene caso per caso in considerazione la disciplina da applicare.

L'eterogeneità di disciplina trova il suo fondamento teorico sotto il versante domestico, a nostro avviso, nella legittimità costituzionale (art. 3 Cost.) e, a livello europeo nell'art. 20 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione europea e all'art. 3 TUE e si sostanzia nella diversità dei presupposti in relazione ai quali si ritiene opportuno l'intervento regolamentare: è evidente che un sistema di regole indifferenziato rischierebbe di rivelarsi, rispetto all'ambito in discorso, foriero di costose misure regolamentari. A ciò si aggiunga che sussiste, al presente, una normativa che disciplina l'investitore a livello europeo e cioè la MiFID II, la quale, come è stato evidenziato in precedenza, assicura una coerenza sistematica e un coordinamento tra diverse discipline del diritto finanziario europeo, assicurando adeguate tutele ai soggetti destinatari delle disposizioni in discorso.

### 7. La mancata unificazione della nozione di azionista

Come è stato anticipato, l’Azione 12 dell’*Action Plan* per la costituzione della CMU del 2020, prevedeva tra l’altro l’armonizzazione della figura di azionista a livello europeo, ciò con la finalità agevolare gli investitori transfrontalieri, in particolare quelli di dimensioni più ridotte i quali avrebbero potuto contare su un impianto normativo in materia meno frammentato.

Nel delineato contesto assume specifico rilievo il Regolamento UE 2023/2859 che ha istituito un punto di accesso unico europeo centralizzato (*European Single Access Point* – ESAP) alle informazioni accessibili al pubblico rilevanti per i servizi finanziari. Tuttavia, il menzionato Regolamento non ha introdotto una definizione di “azionista”, lasciando intendere che il legislatore europeo abbia preferito non procedere ad una difficile uniformazione concettuale tenuto conto dell’attuale frammentarietà delle discipline nazionali<sup>50</sup>.

Tale approccio appare confermato anche con riferimento ai provvedimenti che hanno interessato più da vicino il diritto societario europeo<sup>51</sup>. Ci si riferisce alle direttive sulla *governance* societaria e sui diritti degli azionisti, quali la Direttiva 2007/36/CE sulla partecipazione degli azionisti nelle società quotate, modificata dalla Direttiva 2017/828 (c.d. *Shareholders’ Rights Directive II*)<sup>52</sup>, a cui si aggiunge il Regolamento di esecuzione (UE) 2018/1212, che disciplinano in modo dettagliato i diritti, i doveri e le modalità di partecipazione dei soci nelle società quotate.

---

<sup>50</sup> Al contrario, negli Stati Uniti si segue un approccio secondo il quale il diritto reale (“*in rem*”) sulla partecipazione azionaria viene sottratto all’investitore finale (processo definito “*disenfranchisement*”) e sostituito da uno strumento denominato “*securities entitlement*”, che conferisce soltanto un diritto contrattuale nei confronti di una banca o di un altro intermediario (*nominee*), rendendo quest’ultimo il vero azionista. I grandi custodi statunitensi (*custodians*) applicano questo modello anche alle azioni di società europee e sostengono che i sistemi giuridici europei dovrebbero adottare l’approccio statunitense.

<sup>51</sup> Tra gli altri, in proposito, si veda, P. MONTALENTI, *Il diritto societario europeo* in *Il Nuovo dir. soc.*, 2022, VI, 963-993.

<sup>52</sup> Per un maggiore approfondito, si rinvia a L. PALOMBO, *The Shareholder Rights Directive II: Innovations and Critical Issues in the European Project of Corporate Governance in the Context of Sustainability and Long-Term Orientation*, in *Diritto dell’economia dell’impresa*, 2021, V.

Invero, tali disposizioni regolano aspetti quali il diritto di voto, la trasparenza nelle comunicazioni societarie, il coinvolgimento nelle assemblee e la tutela degli interessi degli azionisti, senza tuttavia fornire una definizione formale e univoca di socio<sup>53</sup>. Tale scelta normativa, volta a privilegiare la regolamentazione sostanziale dei rapporti e delle funzioni giuridiche, riflette una volontà di garantire flessibilità e adeguatezza della disciplina alle molteplici forme societarie e finanziarie esistenti, evitando rigide definizioni che potrebbero risultare obsolete in poco tempo e, dunque, limitative per interpreti ed operatori del mercato.

#### 8. Osservazioni conclusive

Come è stato anticipato, la MiFID II persegue un'impostazione basata sul profilo informativo con riferimento alla classificazione della clientela, agendo come fulcro di un sistema categoriale che qualifica il soggetto non in base a una nozione astratta e generica di investitore, bensì in virtù del suo ruolo nel rapporto con l'intermediario.

Tutto quanto sopra considerato, appare opportuno affermare che non si rinviene la necessità di una definizione unitaria di investitore e tale valutazione è da rinvenirsi in un tratto distintivo di un diritto finanziario moderno, il quale privilegia la funzione di tutela dei clienti rispetto alla forma nominalistica, come per quel che concerne il caso della nozione di azionista/socio sopradescritta. Tuttavia, gli *standard* protezionistici dovrebbero essere adeguatamente individuati come il nucleo comune delle regole di tutela per qualsiasi tipo di utente di servizi finanziari: che si tratti di un depositante, un cliente, un investitore, un partecipante a un fondo o un titolare di polizza<sup>54</sup>. A ben vedere, tale sforzo risiederebbe nella possibilità di individuare un insieme condiviso di principi che, pur nella diversità settoriale, definiscono approcci comuni alla tutela di tali soggetti utenti, lasciando tuttavia flessibilità per norme di protezione più specifiche, settoriali o dettagliate. La maggior parte di

---

<sup>53</sup> M. CIAN e C. SANDEI, *La partecipazione azionaria: la fattispecie*, in, *Trattato di diritto privato*, P. RESCIGNO (diretto da), Vol. II, Torino, 2012, 123 ss..

<sup>54</sup> Allo stesso modo, F. ANNUNZIATA, *Retail Investment Strategy How to boost retail investors' participation in financial markets*, in *Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies Directorate-General for Internal Policies*, 2023, 27.

detti principi, come è stato anticipato, è già incorporata nel diritto finanziario dell'UE e non richiederebbe nuova normativa né modifiche a quella esistente<sup>55</sup>.

È poi il caso di precisare come la nozione di investitore stia evolvendo inevitabilmente anche in relazione all'innovazione tecnologica e alla digitalizzazione dei mercati finanziari che impongono nuove sfide regolatorie da affrontare con un approccio flessibile e non standardizzato. V'è da chiedersi, in relazione a tale ultimo aspetto, se le regole attuali sulla classificazione dei clienti siano capaci di cogliere tutte le *sfumature* del caso<sup>56</sup>.

A tal proposito, si segnala che la proposta di riforma della disciplina MiFID contiene previsioni finalizzate ad agevolare l'accesso alla qualifica di investitore professionale<sup>57</sup>; in tal senso, per garantire una classificazione più appropriata dei clienti e ridurre gli oneri amministrativi, la proposta introduce criteri di identificazione per i clienti che possono essere trattati come professionali su richiesta<sup>58</sup>.

In conclusione, a nostro avviso, è condivisibile il pensiero di coloro che ritengono che «lo stato attuale della legislazione dell'UE rivela diversi ambiti di miglioramento, che non comportano necessariamente la necessità di una legislazione aggiuntiva o nuova»<sup>59</sup>. A ciò si aggiunga che, all'interno del programma per la realizzazione della SIU non emerge l'esigenza di determinare una nozione unificata di investitore quanto quella di trattare gli investitori al dettaglio "in modo equo" affinché essi «dispongano di una scelta adeguata quando accedono ai prodotti di investimento»<sup>60</sup>.

---

<sup>55</sup> *Ibidem*.

<sup>56</sup> Si veda CONSOB, *Piano Strategico 2022-2024*, disponibile su: [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>57</sup> Ci si riferisce alla *Retail investment strategy* (RIS), attualmente in fase di discussione e si prevede che il testo finale possa essere adottato entro la metà del 2025.

<sup>58</sup> Viene inoltre ridotto il criterio relativo al patrimonio da 500.000 a 250.000 euro e inserito un quarto criterio riguardante il livello di istruzione o formazione rilevante. Le modifiche proposte prevedono anche la possibilità che le persone giuridiche possano qualificarsi come professionali su richiesta, qualora soddisfino determinati criteri relativi al bilancio, al fatturato netto e ai fondi propri.

<sup>59</sup> F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit.

<sup>60</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio europeo, al consiglio, alla banca centrale europea, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni Unione del risparmio e degli*

CLAUDIA MILLI

---

*Investimenti. Una strategia per promuovere la ricchezza dei cittadini e la competitività economica nell'UE (COM(2025) 124 final), 19.3.2025.*