

Tutela di risparmiatori e investitori retail nella riforma del TUF

GIULIANO LEMME

Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia

SOMMARIO: 1. Dal risparmio accantonato al risparmio investito. – 2. Finalità di vigilanza nel TUB e nel TUF. – 3. L'approccio europeo tra incentivo all'investimento e educazione finanziaria. – 4. La legge 21/2024 e la sua attuazione. – 5. Conclusioni: l'investitore adempie ad interessi generali ex art. 118 Cost.?

1. Dal risparmio accantonato al risparmio investito

Le teorie sul risparmio quale mezzo di accantonamento della ricchezza, e dunque non destinato a soddisfare esigenze immediate di scambio, hanno tradizionalmente ricondotto questa particolare funzione della moneta in un ambito di accessorietà rispetto a quelle principali (mezzo di adempimento delle obbligazioni pecuniarie e unità di misura dei valori)⁰¹. Su questa base, si è affermato che il risparmio è sottrazione della moneta all'uso suo proprio, e si parla, in questo caso, di moneta inerte⁰², con la precisazione, però, che il deposito bancario, essendo finalizzato all'immissione nel ciclo produttivo della banca, e dunque all'erogazione del credito, perderebbe, sul piano generale, tale inerzia.

D'altro canto, la moneta non è l'unico mezzo di accantonamento del risparmio, condividendo questa funzione con altri strumenti non monetari. Ciò che distingue la moneta dall'investimento, dunque, è il suo altissimo grado di liquidità, che rende agevole ed immediata la conversione della ricchezza monetaria in strumento di pagamento⁰³. Ciò

01 B. COURBIS, E. FROMENT, J.-M. SERVET, *A propos du concept de monnaie*, in AA.VV., *Monnaie métallique et monnaie bancaire*, Paris, 1990, pp. 11 ss.

02 B. BRACCO, *I depositi a risparmio*, Padova, 1939, pp. 6 ss.

03 G. DI GIORGIO *Lezioni di economia monetaria*, I, Padova, 2002, pp. 26 ss.

comporta che i soggetti che intendono accantonare parte della ricchezza detenuta abbiano la scelta tra varie forme⁰⁴, e si indirizzino sulla moneta proprio nella previsione di dover far fronte ad esigenze improvvise di liquidità.

D'altro canto, se identifichiamo la funzione della moneta come mezzo di accantonamento del risparmio nel corso del tempo, osserveremo come la tradizionale aspettativa del risparmiatore di vedere remunerata la moneta prestata a terzi (in particolar modo alle banche) sia gradualmente venuta meno, in virtù della evoluzione della funzione dello stesso deposito a risparmio bancario, per il quale inizialmente si distingueva tra modalità a vista (con funzione di liquidità) e modalità a tempo (con funzione di investimento)⁰⁵, ma che poi ha finito per mantenere solo la prima caratteristica⁰⁶.

Il deposito di denaro nelle banche, dunque, finisce per costituire – quantomeno nella teoria tradizionale – un'attività finanziaria anomala, nel senso che viene accordata una remunerazione ad un "titolo di credito" convertibile a vista in contanti⁰⁷; d'altro canto, sempre in base alla prospettiva tradizionale, al deposito bancario sarebbe principalmente riconnessa una funzione di custodia del denaro⁰⁸, il che si pone in maniera del tutto coerente rispetto alla funzione monetaria di accantonamento del risparmio.

Dunque, quantomeno sino a pochi decenni fa, il risparmio delle famiglie veniva destinato ad affluire nei depositi bancari, specie se con libretto, tanto che il deposito bancario, in generale, era definito *"la più importante fra le operazioni "passive" della banca perché attraverso di essa...le aziende di credito addivengono alla raccolta del risparmio"*⁰⁹. Anche chi sosteneva e valorizzava il ruolo fondamentale del conto corrente tra i contratti di raccolta, sottolineava poi – proprio facendo riferimento alla diversa funzione economica – la differenza tra conto corrente bancario e deposito bancario, basato, quest'ultimo, sull'assunto che, quantomeno nella normalità, le somme versate dal cliente fossero

04 G. LEMME, *Moneta scritturale e moneta elettronica*, Torino, 2003, pp. 7 ss.

05 G. MOLLE, *I contratti bancari*, in Tr. di diritto civile e commerciale, a c. A. Cicu e F. Messineo, vol. XXXV.1, Milano, 1981, p. 105

06 G. LEMME, *Servizi di pagamento e tutela delle persone vulnerabili*, in Riv. dir. banc., 2026, I, pp. 6 ss.

07 E. MONTANARO, *Appunti per una teoria della banca*, Torino, 1992, pp. 41 ss.

08 B. LIBONATI, *Contratto bancario e attività bancaria*, Milano, 1965, pp. 66 ss.; N. SALANITRO, *Problemi in tema di depositi bancari*, in AA.VV., *Le operazioni bancarie*, a c. G. B. Portale, Milano, 1978, p. 363

09 G. MOLLE, *op. cit.*, p. 101

destinate ad essere richieste dopo un determinato periodo di tempo¹⁰.

D'altro canto, il fatto che il deposito sia richiamato dall'art. 11 del TUB come forma tipica di raccolta ha legittimato l'idea che il risparmio (a propria volta tutelato e incoraggiato ai sensi dell'art. 47, 1° co., Cost.) venga accantonato presso le banche principalmente sotto forma di depositi (nonostante lo stesso art. 11 aggiunga "*sia sotto altra forma*").

Rispetto a questa impostazione, dobbiamo ricordare che all'epoca dell'emanazione del TUB (1993) il deposito bancario "puro" aveva effettivamente una ben maggior diffusione rispetto ad oggi, anche perché offriva una remunerazione apprezzabile (ricordiamo che, all'epoca, gli interessi sui titoli di Stato si aggiravano intorno al 12% annuo).

Peraltro, i fenomeni di elevata inflazione (soprattutto negli anni '70 e '80 del secolo scorso) hanno portato all'inevitabile declino dell'utilizzo del deposito bancario come mezzo di accantonamento della ricchezza¹¹, costringendo dunque i risparmiatori, non solo in chiave speculativa, ma anche e soprattutto protettiva del valore, a far convergere il risparmio su forme che, *lato sensu*, possiamo definire di investimento.

In questo spirito è stata emanata la l. 77/1983, che ha attribuito alla Consob il compito di vigilanza sulla sollecitazione del pubblico risparmio e istituito i fondi comuni di investimento aperti. Questi, di fatto, agiscono come intermediari tra il risparmiatore (che non è più investitore istituzionale) ed i valori mobiliari, dando la possibilità a soggetti non professionali di investire (indirettamente) nel mercato borsistico¹².

La struttura stessa dei fondi, con la disciplina del foglio informativo e la suddivisione in

10 M. PORZIO, *I contratti bancari*, in Tr. dir. priv., a c. P. Rescigno, vol. 12, Torino, 1985, pp. 907 ss..

Anche chi, in tempi più moderni, richiama questa ricostruzione, deve però riconoscere che la funzione del deposito è di "*salvaguardia della costante disponibilità delle somme*" (E. CAMILLERI, *Il deposito bancario*, in AA.VV., *I contratti per l'impresa. Vol. II. Banca, mercati, società*, a c. G. Gitti, M. Maugeri, M. Notari, Bologna, 2012, p. 150). In questo modo, tuttavia, si fa venir sostanzialmente meno la differenza tra il conto corrente bancario ed il deposito bancario tradizionale, nel quale la "costante disponibilità delle somme" veniva a connotarsi principalmente come corollario della finalità di custodia. Lo stesso A. ora citato, peraltro, relega la funzione attuale del deposito alla variante con libretto. Peraltro, come ho avuto modo di sottolineare (G. LEMME, *Servizi di pagamento e tutela delle persone vulnerabili*, cit., p.6) la distinzione tra conto corrente e deposito, come operazioni bancarie, è andata venendo meno più che altro per l'assunzione di centralità del primo contratto, del quale il secondo, con totale inversione rispetto alla prospettiva tradizionale, è divenuto una modalità di svolgimento del rapporto, tanto che si è giustamente parlato (P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, vol. I, Torino, 2012, pp.217 ss.) di "conto corrente (versione con deposito)". In altri termini, oggi il deposito bancario, con sporadiche eccezioni, esiste semplicemente quando il cliente, nell'ambito di un conto corrente di corrispondenza, tenga costantemente sul conto una giacenza media eccedente rispetto alle contingenti esigenze di effettuazione di operazioni di pagamento, finendo così per costituirsi una riserva di valore presso la banca.

11 R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000, p. 28

12 Tra i primi commenti sulla l. 77/1983 v. U. DE PONTI, *I fondi comuni di investimento con la nuova legge italiana*, Milano, 1983. V. anche A. ROTA, *Breve storia dei fondi comuni in Italia*, Milano, 2015

categorie di rischio, ben si è adattata all'evoluzione dell'accantonamento del risparmio negli anni '80 e '90, tanto che lo stesso modello si è andato espandendo ad altri ambiti, con la l. 1/1991 (legge SIM) il d. lgs. 84/1992 (legge SICAV), con la l. 344/1993 (fondi comuni di investimento chiusi), con il d. lgs. 58/1998 (TUF) che è stato in gran parte innovato nel tempo, da ultimo con i provvedimenti attuati in base alla delega contenuta nella l. 21/2024 (legge capitali) e con la l. 262/2005, solo per citare alcuni tra i principali interventi del regolatore italiano (in gran parte chiamato, peraltro, ad attuare normative europee).

Si è dunque ormai realizzata quella traslazione dal risparmio "accantonato" al risparmio "investito", che rappresenta pertanto il culmine di un processo che ha accompagnato la profonda trasformazione economica dell'Italia negli ultimi decenni, tanto da rendere necessaria una rilettura dello stesso art. 47 Cost., nel senso di estendere la tutela del risparmio *"in tutte le sue forme"* anche alle attività finanziarie¹³. Non bisogna dimenticare, d'altro canto, che lo stesso secondo comma dell'art. 47 attribuiva alla Repubblica il compito di favorire l'accesso del risparmio (anzi, del risparmio popolare, ossia di quelli che oggi chiamiamo i consumatori) al *"diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese"*¹⁴, prefigurando ciò che avverrà poi, ad esempio nei processi di privatizzazione (tra gli altri) di Enel e ENI con l'adozione del modello della *public company*¹⁵.

D'altro canto, dal punto di vista concettuale, vi è una sostanziale differenza tra il risparmio (bancario) e l'investimento: colui che affida il proprio risparmio alla banca è "inconsapevole", nel senso che non conosce il modo in cui la banca investirà il denaro accantonato, né gli interessa, nella misura in cui ottenga comunque la custodia e la rendita della somma¹⁶, mentre chi si affidi ad un intermediario dei servizi di investimento può, almeno in certa misura, veicolare il proprio denaro verso un impiego specifico (ad

13 S. AMOROSINO, *Principi "costituzionali", poteri pubblici e fonti normative in tema di mercati finanziari*, in AA.VV., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a c. S. Amorosino, Milano, 2014, pp. 9 ss.; F. SCUTO, *La tutela costituzionale del risparmio negli anni della crisi economica. Spunti per un rilancio della dimensione oggettiva e sociale dell'art. 47 Cost.*, in *Federalismi.it*, 2019, p. 171.; A. CLINI, *Sovranità della persona nelle determinanti di tutela del risparmio*, in *PA – Persona e Amministrazione*, 2017, p. 357. È opportuno ricordare che, precedentemente, si affermava che il concetto di "risparmio" contenuto nell'art. 47 Cost. si riferisse esclusivamente al risparmio bancario, tanto che autorevoli voci (M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1977, p. 205) ritenevano come i Costituenti avessero inteso trasporre nel testo costituzionale l'art. 1 della legge bancaria del 1936. Sul punto, v. anche C. BUZZACHI, *Risparmio, credito e moneta tra art. 47 Cost. e funzioni della Banca Centrale Europea*, in *Costituzionalismo.it*, 2016, pp. 61 ss.

14 Sul punto, v. F. ZATTI, *Il favor all'investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese tra disattese prospettive di democrazia economica ed esigenze di sviluppo del mercato finanziario nazionale*, in AA.VV., *La dualità istituzionale del risparmio popolare*, a c. F. M. D'Ettore, A. Bucelli, F. Zatti, Torino, 2017, pp. 293 ss.

15 Sul processo di privatizzazione v. F. BONELLI, *La privatizzazione delle imprese pubbliche*, Milano, 1996.

16 M. PERASSI, *Il deposito*, in *Tr. dir. comm.*, diretto da G. Cottino, vol. 6, Padova, 2001, pp. 561 ss.

esempio, investendo in un fondo specializzato in società ad alto valore tecnologico).

Oramai, dunque, si può affermare con ragionevole certezza che la *“raccolta del risparmio tra il pubblico”* non abbia più il medesimo significato che essa rivestiva sino a qualche decennio fa e che assistiamo ad una crescente diversificazione delle forme di investimento in funzione di utilizzo del risparmio (anche attraverso forme innovative, come il crowdfunding e la De.Fi.). Ovviamente, questo comporta la corrispondente necessità di rivedere le forme di tutela del risparmiatore, in funzione del maggior rischio intrinsecamente connesso all'investimento rispetto al risparmio.

2. Finalità di vigilanza nel TUB e nel TUF

Un confronto tra le finalità di vigilanza elencate nel TUB e nel TUF ben evidenzia il differente atteggiamento del legislatore per la salvaguardia del risparmio bancario rispetto al risparmio investito.

Ricordiamo infatti che l'art. 5 del TUB fa riferimento ad una serie di parametri, tra i quali spiccano la *“prudente gestione”* degli intermediari e la stabilità complessiva del sistema finanziario, entrambi finalizzati a rafforzare la fiducia dei risparmiatori quale strumento specifico di tutela del mercato¹⁷. Vi è dunque una stretta funzionalizzazione con l'art. 47 Cost. nella parte in cui si afferma che il risparmio va *“tutelato”*, tanto che è stato correttamente affermato che la sana e prudente gestione è il principio chiave della normativa di vigilanza¹⁸ e che lo scopo comune delle regolazioni in materia bancaria è di *“contrastare i rischi in tutti i modi possibili”*¹⁹.

L'art. 47 Cost., peraltro, non si limita a stabilire che il risparmio venga tutelato, ma anche che esso vada *“incoraggiato”*. Non solo: come si è accennato, il secondo comma attribuisce alla Repubblica il compito di favorire l'accesso del risparmio popolare *“al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese”*.

Quest'ultima norma, in un certo senso, ed anche a prescindere dal dibattito che si creò sin dall'origine sulla sua formulazione²⁰, suona addirittura profetica, specie quando si riferisce al risparmio *“popolare”* (e, quindi, del *“pubblico”*, per rifarci alla terminologia

17 G. LEMME, *Le riserve nell'attività bancaria: interessi di governo dell'economia e di controparte*, in AA.VV., *Riserve di attività e interesse pubblico nel diritto dell'economia. Norme imperative e tutele contrattuali*, a c. R. Lener, P. Lucantoni, F. Sartori, Torino, 2025, pp. 117. V. anche A. CARRETTA, P. G. SCHWIZER, *Chi ha paura della sana e prudente gestione? Un confronto dell'atteggiamento della vigilanza e delle banche verso il rischio*, in AA.VV., *Dopo la crisi. L'industria finanziaria italiana tra stabilità e sviluppo*, a c. G. Bracchi, D. Masciandaro, Roma, 2009, pp. 499 ss.. Vede una correlazione tra struttura organizzativa bancaria e sana e prudente gestione M. BROGI, *Corporate governance bancaria e sana e prudente gestione*, in Banca impr. soc., 2010, pp. 283 ss.

18 Così G. L. GRECO, *Commento all'art. 5*, in AA.VV., *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a c. F. Belli, Bologna, 2003, p. 46; A. MINTO, *La governance bancaria tra autonomia privata ed eteronomia*, Padova, 2012, p. 10.

19 S. AMOROSINO, *La regolazione pubblica delle banche*, Milano, 2016, p. 48.

20 Sul quale v. F. ZATTI, *op. cit.*, pp. 298 ss.

del TUB) e all'investimento "indiretto", quale potrebbe essere qualificato, oggi, quello attuato attraverso le SGR.

È in questo contesto, ritengo, che si può inserire una lettura nuova del dettato costituzionale alla luce delle finalità di vigilanza nel TUF.

Per quest'ultimo, si distinguono principi generali, tra i quali spiccano la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario e la tutela degli investitori, e modalità attuative, ossia contenimento del rischio, stabilità patrimoniale e sana e prudente gestione (vigilati dalla Banca d'Italia) e trasparenza e correttezza dei comportamenti (di competenza della Consob). Seppure questo sistema articolato crei problemi di coordinamento²¹ ed abbia suscitato non poche perplessità²² esso vale comunque a chiarire la "tensione" delle attività di investimento (o meglio, della loro proposta agli investitori) verso la trasparenza, in quanto la funzione protettiva (propria del risparmio bancario in senso stretto) deve conciliarsi con la possibilità di ottenere rendimenti anche elevati, e dunque di accedere a forme più rischiose; l'essenziale, dunque, è che all'investitore sia chiaro il livello di rischio della tipologia di investimento cui accede²³.

Rimane salvo, ovviamente, il dubbio di fondo che sussiste ogni qualvolta si tenti di risolvere problemi di asimmetrie ricorrendo all'informazione, percepita come salvifica ma in realtà, spesso, assolutamente inefficace, quando non dannosa²⁴. In altri termini: la trasparenza non può limitarsi ad un mero obbligo informativo, ma deve essere effettiva ed estendersi più ai comportamenti, che ai prodotti.

21 R. D'AMBROSIO, *La vigilanza europea e nazionale*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a c. S. Amoroso, Milano, 2014, pp. 34 ss.

22 F. VELLA, *La riforma della vigilanza: tanto rumore per nulla*, in *Anal. giur. economia*, 2006, pp. 117 ss.

23 La portata informativa nei servizi di investimento è esplicitata, come è noto, dall'art. 36 Reg. CONSOB 20307/2018, il quale fa riferimento a "natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti, nonché i rischi a essi connessi", richiamando inoltre concetti quali "comprensibilità" e "cognizione di causa", del resto ripresi dalla Direttiva 2004/39/CE.

Le (non poche) criticità dell'approccio sono sintetizzate da A. PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2006, in part. a p. 10, dove si sottolinea che, di fatto, "la trasmissione di informazioni è concettualmente, ma non praticamente, separabile dalla consulenza".

24 In particolare, sull'inefficienza dell'informazione sotto il profilo finanziario, v. P. LUCANTONI, *L'informazione da prospetto*, Milano, 2020, pp. 62 ss.; dubbi non dissimili hanno espresso anche F. S. COSTANTINO, *L'attuazione della direttiva Mifid in Italia: note minime sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, in *Foro it.*, 2008, 2, p. 62 e A. ZOPPINI, *Eccesso di informazione e tutela degli investitori*, in *AA.VV., Atti per i seminari celebrativi per i 40 anni all'istituzione della Consob*, 2015, pp. 257 ss.

Sulla generale inefficacia dei modelli basati sulla trasparenza rispetto a quelli basati su strumenti più avanzati di giustizia commutativa, v. A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2015, pp. 1 ss.

In chiave esegetica, non mi sembra inutile rilevare la differente funzione della trasparenza nel TUF e nel TUB: in quest'ultimo, infatti, essa è vista non come criterio di carattere generale, ma piuttosto finalizzata ai rapporti con la clientela in tema di condizioni contrattuali. L'art. 127 TUB, infatti, stabilisce chiaramente questa specifica finalizzazione, quando afferma che le autorità di vigilanza esercitano i poteri *"previsti dal presente titolo avendo riguardo, oltre che alle finalità indicate nell'art. 5, alla trasparenza delle condizioni contrattuali"*²⁵.

Il TUF e il TUB mantengono dunque certamente distinto l'ambito della trasparenza nei contratti bancari e in quelli di investimento, proprio per la diversa finalità economica che tali contratti rivestono. Rimangono i dubbi, più volte espressi, sulla efficacia dell'impianto informativo previsto dal regolatore nei servizi di investimento, scarsamente idoneo, se individualmente considerato, a fornire un efficace presidio alle asimmetrie contrattuali al fine di consentire scelte consapevoli e conformi all'interesse dell'investitore.

3. L'approccio europeo tra incentivo all'investimento e educazione finanziaria

Sarebbe dispersivo e (forse) inutile, visti gli scopi di questo intervento, un tentativo di ricostruzione sistematica della normativa europea in tema di regolazione dei mercati banco-finanziari, che finirebbe col tradursi in una serie quasi illimitata di interventi e provvedimenti. Mi limiterò dunque ad esaminare le più recenti tendenze del regolatore eurounitario, soprattutto con attenzione all'approccio verso l'investitore retail che, come si è visto, è in realtà un risparmiatore sotto altra veste.

Sotto questo profilo, il punto di partenza è senz'altro costituito dalla Savings and Investments Union (SIU), ossia quella strategia che ha preso l'avvio con la Comunicazione del 19.3.2025 all'intento di formulare *"una strategia per promuovere la ricchezza dei cittadini e la competitività economica nell'UE"*. La Comunicazione si inquadra peraltro nella strategia complessiva denominata *"Una bussola per la competitività"*, pubblicata il 29.1.2025²⁶, e a propria volta basata sui rapporti di Enrico Letta²⁷ e Mario Draghi²⁸, anche se *in nuce* la precedente Retail Investments Strategy già costituiva un valido

²⁵ Sul punto v. F. SARTORI, *Vigilanza di tutela e trasparenza*, in Riv. trim. dir. econ., 2022, supp. 3 al n. 1, pp. 18 ss.

²⁶ M. MAGGIOLINO, *La bussola per la competitività: un futuro tutto da realizzare*, in Dialoghi di diritto dell'economia, 2025, pp. 387 ss.

²⁷ E. LETTA, *Much More than a Market: Speed, Security & Solidarity - Empowering the Single Market to Deliver a Sustainable Future and Prosperity for All EU Citizens*, Report by Enrico Letta, Brussels, 17 April 2024, at <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>

²⁸ M. DRAGHI, Speech of Mario Draghi at the Conference *"European Pillar of Social Rights: The La Hulpe Declaration on the Future of Social Europe"*, La Hulpe, Belgium, 15 <https://belgian-presidency.consilium.europa.eu/en/events/european-pillar-of-social-rights-the-la-hulpe-declaration-on-the-future-of-social-europe/>

punto di partenza²⁹.

L'intento dichiarato di tale strategia è quello di convogliare una parte consistente del risparmio dei cittadini europei verso gli investimenti³⁰, specie gli investimenti produttivi o quelli, ad esempio, nell'economia green³¹, così da consentire il miglioramento del tasso di crescita dell'economia UE, ma al contempo di ridurre la dipendenza dell'economia finanziaria europea da attori esterni³². Al contempo, la strategia mira a svincolare in parte le PMI dalla dipendenza dai prestiti erogati dal sistema bancario, attenuando dunque la tendenza bancocentrica dei mercati eurounitari.

A propria volta, la SIU si inserisce nel contesto dell'insoddisfacente risultato della precedente strategia della CMU (Capital Markets Union), illustrata nella Comunicazione 30.9.2015 della Commissione Europea, i cui risultati sono stati decisamente inferiori alle aspettative³³.

Se si vanno ad analizzare i punti della Comunicazione SIU, gli scopi dell'azione della Commissione sono assolutamente espliciti: anzitutto, si specifica che *"i risparmiatori al dettaglio svolgono già un ruolo centrale nel finanziamento dell'economia dell'UE attraverso i depositi bancari, ma devono essere incoraggiati e incentivati a detenere una parte più ampia dei loro risparmi in strumenti del mercato dei capitali"*. Ovvio che la contropartita sia, come è stato immediatamente notato³⁴, una maggior rischiosità per le famiglie rispetto all'accantonamento in risparmio bancario, e dunque la necessità di apprestare forme di tutela rigorose. Aggiungo che, come è stato dimostrato durante la crisi finanziaria del 2008, il fatto che i risparmiatori retail investano in strumenti di capitale tende ad amplificare gli effetti delle instabilità finanziarie, con effetti a catena che rischiano di approfondire ed ampliare la durata delle crisi.

Una misura (in parte) protettiva, in questo senso, è quella volta ad incentivare l'alfabetizzazione finanziaria dei cittadini; ma tale misura, a mio avviso, si scontra con i rilievi

29 V. in proposito D. ANDRACCHIO, *Regolazione basata sull'informazione, autorità europee di vigilanza e tutela degli investitori retail*, in Riv. dir. banc. 2024, pp. 737 ss.

30 M. COMANA, *La SIU: il nuovo quadro di riferimento per l'unione di capitali*, in Dialoghi di diritto dell'economia, 2025, pp. 442 ss.

31 D. HOWARTH, L. QUAGLIA *From Capital Markets Union to Savings and Investments Union: the shifting policy narratives on European financial market integration*, in Journal of Common Market Studies, 2026

32 D. ROSSANO, *Riforma del TUF e Capital Markets Union*, in AA.VV., *Principi di riforma del testo unico della finanza*, a c. A. Sacco Ginevri, Milano, 2026, p. 16

33 M. MAGNUS, R. MAZZOCCHI, G. LOI, *The ambitious Savings and Investments Union project: Lessons from monitoring Capital Markets Union progress*, Parlamento Europeo, 2026, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=6071286; I. BAJAKIĆ, *Rebranding the Capital Markets Union – Towards an integrated financial ecosystem*, in Strani Pravni Život, 2025, pp. 589 ss.

34 A. GUCCIONE, F. VELLA, *Il futuro del mercato unico dei capitali: le proposte della Savings and Investments Union*, in Anal. giur. economia, 2025, p. 409

già fatti sopra in merito alla efficacia non certo dirimente del profilo informativo negli strumenti finanziari.

Un ruolo centrale è dato ad un nuovo strumento specifico, il conto corrente di risparmio e investimento, sviluppato a partire dall'esperienza svedese³⁵, che con una serie di benefici di natura fiscale e semplificativa accorda al correntista una tutela maggiore dell'investimento in singoli titoli finanziari. Altro pilastro sarebbe lo sviluppo delle forme di previdenza complementare, anch'esse orientate verso un incentivo alla capitalizzazione delle imprese, nel segno, tra gli altri, della sostenibilità³⁶.

Sebbene sia evidente lo scopo della SIU nel favorire la crescita e rendere dinamico il mercato europeo³⁷, permangono comunque alcuni nodi da sciogliere. Sicuramente, come la stessa Commissione auspica, il primo è quello della riduzione del livello di frammentazione dei mercati dei capitali dei Paesi membri, attraverso una loro integrazione e centralizzazione³⁸. L'altro, come si accennava, è evitare che una traslazione massiccia dei risparmi bancari verso gli investimenti finanziari accentui il rischio di coinvolgere i risparmiatori nelle turbolenze dei mercati, sottraendo nel contempo liquidità alle banche, il cui ruolo nel sostenere il sistema finanziario potrebbe essere minato, creandosi così un pericolo circolo vizioso.

Il contesto, comunque, è stato nel senso di mettere al centro dell'azione la tutela degli investitori³⁹, anche perché, aggiungiamo, solo forme di tutela appropriata possono costituire un incentivo ad assumere diversi livelli di rischio nell'impiego del risparmio.

L'essenzialità del percorso verso la SIU, percepita, come si diceva, quale strumento per consentire l'autonomizzazione dell'UE nel quadro dei mercati finanziari internazionali, si è tradotta nell'emanazione di una ulteriore Comunicazione della Commissione sulla "Strategia per la promozione dell'alfabetizzazione finanziaria nell'UE" (30.9.2025). Nella Comunicazione, si definisce l'alfabetizzazione finanziaria come "*combinazione di consapevolezza, conoscenze, competenze, atteggiamenti e comportamenti in materia*

³⁵ *Idem*, pp. 413 ss.

³⁶ F. RIGANTI, *Previdenza complementare, sostenibilità e Savings and Investments Union*, in Riv. dir. banc., 2025, pp. 473 ss.

³⁷ C. DI NOIA, *Savings and Investments Union e concorrenza nei mercati dei capitali internazionali*, in Anal. giur. economia, 2025, pp. 400 ss.

Da una lettura diversa della SIU, nel quadro della necessità di finanziamento ai piani di difesa comune dell'UE, F. MUNARI, *La Politica di sicurezza e difesa comune al tempo di Trump*, in Unione Europea e Diritti, 2024, I, pp. 13 ss.

³⁸ 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, p. 95

³⁹ P. LUCANTONI, *Dalla Capital Market Union alla Savings and Investments Union: tutela degli investitori e (assenza di) rimedi nella prospettiva eurounitaria*, in AA. VV., *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza*, cit., pp. 203 ss.

*finanziaria necessari per prendere decisioni finanziarie sensate*⁴⁰. Essa va condotta con iniziative rivolte in generale all'intero mercato degli investitori, ma anche, in maniera specifica, a bambini, anziani e gruppi vulnerabili⁴¹, al dichiarato scopo di promuovere la fiducia tra gli investitori al dettaglio, anche alla luce della (ipotizzata, ma comunque plausibile) relazione direttamente proporzionale tra alfabetizzazione finanziaria e investimento dei cittadini in strumenti del mercato azionario e obbligazionario⁴².

4. La legge 21/2024 e la sua attuazione

In questo complesso quadro tra normativa europea e crescenti tensioni economiche, il 5.4.2024 è stata varata la legge 21/2024, meglio nota come "Legge capitali", che in parte ha direttamente modificato norme esistenti, in parte ha dato delega al Governo per l'emanazione di decreti legislativi.

La Legge capitali ha lo scopo (dichiarato) non solo di aggiornare la disciplina sulle società e i mercati finanziari, ma anche di favorire l'accesso e tutelare gli investitori, al fine di incoraggiare nuove forme di finanziamento alle imprese; uno scopo, come abbiamo visto, pienamente coerente con la strategia europea delineata nel precedente paragrafo.

I principi ispiratori della legge, come si è detto, sono espliciti: si pensi, tanto per fare un esempio, alla delega contenuta nell'art. 19, 1° co., lett. a, che elenca tra i principi e criteri direttivi quello di *"sostenere la crescita del Paese, favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio con particolare riguardo ai mercati regolamentati, favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento e la canalizzazione degli investimenti verso le imprese e rendere le imprese maggiormente attrattive per gli investitori internazionali"*⁴³. Si cerca dunque, almeno nelle intenzioni del legislatore, di *"diversificare la raccolta di risorse storicamente incardinata, come è fin troppo noto, su*

40 Si consideri, come riferimento, la corrispondente nozione elaborata dalla US Financial Literacy and Education Commission, che fa riferimento a *"the ability to use knowledge and skills to manage financial resources effectively for a lifetime of financial well-being"*. V. G. NICOLINI, M. HAUPT, *The assessment of financial literacy: new evidence from Europe*, in *International Journal of Financial Studies*, 2019, 7, p. 54.

41 Cfr. T. AGATISTI, G. IANNOTTA, *Advancing financial literacy in the EU: challenges, opportunities, and actionable approaches*, EU Commission Joint Research Centre, 2025, pp. 11 ss.

42 Sul ruolo dell'alfabetizzazione finanziaria v. L. ANDERLONI, O. MORO, D. VANDONE, *Alfabetizzazione finanziaria e digitale e fragilità finanziaria: quale relazione?*, in AA.VV., *Mercati finanziari e transizione digitale. Una tassonomia*, a c. L. Ammannati, A. Capena, G. L. Greco, U. Minneci, Milano, 2025, pp. 3 ss; L. GOBBI, *Competenze digitali e fintech. Un confronto tra fasce di età*, ivi, pp. 19 ss.

43 Cfr. sul punto P. VALENSISE, *Di alcune possibili prospettive di riforma in favore dell'apertura delle società al mercato dei capitali. Brevi (e problematiche) considerazioni*, in *Anal. giur. economia*, 2025, pp. 697 ss.

*uno stretto rapporto tra banca e impresa*⁴⁴.

Analoghe misure di *favor* per l'attrattività degli investimenti e dunque dei finanziamenti (anche) alle PMI sono stabilite, tra gli altri, dagli artt. 8 (semplificazione delle procedure di ammissione alla quotazione), 16 (semplificazione della vigilanza su Sicaf e Sicav) e soprattutto 25 (educazione finanziaria).

Iniziando proprio da quest'ultimo tema (che, come si è precedentemente visto, è di particolare importanza al fine di individuare gli strumenti specifici di tutela dell'investitore *retail*), non sono mancate voci critiche alla riforma, più che altro per la mancanza della previsione di un ampliamento alla "cultura d'impresa" dei nuovi strumenti di educazione finanziaria⁴⁵ ovvero per la mancanza di una prospettiva di genere nell'inclusione finanziaria, che era stata auspicata da alcuni⁴⁶.

Gli interventi di semplificazione, viceversa, costituiscono una forma di tutela indiretta all'investimento nelle imprese, rendendolo maggiormente attrattivo e confermando il tentativo del legislatore (tentativo, lo dico subito, non sempre coerente con sé stesso) verso lo snellimento di ogni forma paraburocratica⁴⁷.

A tale semplificazione, per la verità, non si è sempre accompagnata una efficace forma di tutela diretta nei confronti delle minoranze⁴⁸, che necessariamente avrebbe costituito il presupposto di un incentivo efficace alla raccolta del risparmio tramite investimento nel mercato dei capitali. D'altro canto, gli interventi (spesso caotici) si sono concentrati anche sulla attrattività dello strumento del *crowdfunding* per il finanziamento

44 G. D. MOSCO, F. VELLA, *Illusioni perdute, passi del gambero e futuro di emittenti e mercati*, in Anal. giur. economia, 2024, p. 19. Peraltro, lo scopo di attenuare l'eccessivo bancocentrismo del nostro sistema economico non è realizzato in maniera pienamente coerente, ed anzi incontra più di una criticità, come non mancano di rilevare gli A. ora citati.

45 U. MORERA, *Educazione finanziaria, cultura d'impresa ed "educazione societaria" nelle scuole: (art. 25, legge n. 21/2024): due brevi riflessioni critiche*, in Anal. giur. economia, 2024, pp. 97 ss.

46 V. M. PELLEGRINI, A. DAVOLA, *Indipendenza economica e empowerment femminile: riflessioni in prospettiva di genere sul diritto del mercato finanziario*, in Riv. trim. dir. econ., 2024, supp. 1, pp. 401 ss.

47 Si sofferma sulla "furia semplificatrice" che caratterizza anche il Regolamento 2024/2089 F. ANNUNZIATA, *Le offerte al pubblico di prodotti finanziari e il prospetto informativo. Un totem della Capital Markets Union (da riconsiderare?)*, in AA.VV., *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza*, cit., pp. 11 ss.

48 V. sul punto le critiche di R. LENER, *Dematerializzazione e digitalizzazione di strumenti finanziari. Le quote di s.r.l.*, in Orizzonti del diritto commerciale, 2024, pp. 827 ss.; v. anche G. D. MOSCO, F. VELLA, *op. loc. cit.*, che criticano in particolare l'abolizione dell'art. 116 TUF e degli obblighi informativi e di trasparenza delle società a capitale diffuso.

delle società di capitali, in particolare delle s.r.l.⁴⁹.

Tuttavia, il punto maggiormente qualificante – quantomeno per quello che qui ci interessa – della Legge capitali è contenuto nell'art. 19, che ha attribuito al governo la delega per emanare uno o più decreti legislativi di attuazione. È interessante, in particolare, esaminare i principi e criteri direttivi, alcuni dei quali evocano immediatamente la strategia volta alla migrazione del risparmio privato verso gli investimenti; si noti, ad esempio, oltre a quelli già citati, quanto stabilisce il principio di cui all'art. 19, co. 2, lett. d (*rivedere le regole in materia di attività di investimento privato per favorirne la massima diffusione, anche ampliando il novero delle forme societarie ammissibili ai fini del servizio di gestione collettiva del risparmio, garantendo la correttezza e l'adempimento degli obblighi informativi a tutela degli investitori*) o ancora, parlando di semplificazione, quanto previsto dalla successiva lettera e (*semplificare le regole del governo societario anche tenendo conto delle regole previste dai codici di autodisciplina*).

Il governo ha esercitato la delega con il d.lgs. 27.3.2026 n. 47, il quale ha apportato significative modifiche al TUF e al codice civile.

In particolare, per quanto riguarda il tema specifico della tutela dell'investitore *retail*, il decreto (modificando l'art. 5, co. 1, lett. b) del TUF) ha introdotto lo strumento della promozione dell'alfabetizzazione finanziaria quale mezzo specifico di protezione degli investitori. In questo caso, il legislatore delegato è stato coerente con la strategia di considerare gli strumenti di *empowerment* cognitivo funzionali alla tutela dell'investitore, sulla quale non nascondo peraltro un certo scetticismo, se non altro in assenza di soluzioni pratiche che consentano concretamente di fare in modo che l'investitore *retail* sia messo in grado di comprendere i meccanismi di investimento, senza che esse si traducano in generici programmi facoltativi di educazione finanziaria⁵⁰.

Di grande importanza è poi l'introduzione della figura della società di partenariato, quale forma specifica di raccolta del risparmio privato. Come è stato notato⁵¹, in questo

49 Interessanti, sul profilo delle interferenze tra legge capitali e d. lgs. 30/2023, le riflessioni di P. SPOLAORE, *La partecipazione in s.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2024, pp. 175 ss., specie in tema di scopo della partecipazione nella s.r.l. *crowdfunded* e perseguimento, da parte del *crowdfunder*, di una specifica volontà di indirizzamento del proprio investimento; sotto questo profilo, quantomeno sotto l'aspetto strettamente socio-economico, si potrebbe trovare una analogia tra il *crowdfunding* e l'investimento in fondi comuni fortemente caratterizzati nella destinazione della massa raccolta.

Sull'impatto della legge capitali sul *crowdfunding* v. anche E. FREGONARA, *Il crowdfunding dell'impresa innovativa sostenibile (PMI e s.r.l.): tipologie e novità*, in *Banca impr. soc.*, 2024, pp. 221 ss., nonché S. CORSO, A. LAUDONIO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2024, pp. 119 ss.

50 Provocatoriamente, ma non del tutto, ritengo dovrebbe essere presa in considerazione l'idea di subordinare l'operatività diretta sul *trading online* al conseguimento di una sorta di "patentino" che comporti il superamento di un test sulla consapevolezza finanziaria.

51 M. IRRERA, *La società di partenariato nella riforma del TUF. Una nuova stagione dell'accomandita per azioni*, in *Non solo diritto bancario*, Febbraio 2026

modo si rivitalizza la società in accomandita per azioni riportandola alla funzione originaria, piuttosto che a quella, che aveva assunto nella pratica capitalistica italiana, di "cassaforte di famiglia". In altri termini, la società di partenariato si pone come "ponte tra risparmio e impresa" confermando, ancora una volta, l'intento del legislatore, sul solco tracciato dalle strategie europee, di spostare l'asse del finanziamento alle imprese verso un modello maggiormente mercatocentrico.

Restano ovviamente i dubbi rispetto alla sovrapposizione tra raccolta bancaria e raccolta finalizzata all'investimento, nel quadro dei ben più stringenti vincoli di vigilanza sulle banche rispetto ad altri soggetti⁵².

Lo stesso discorso può sostanzialmente farsi per la parte del decreto che prevede la disciplina dei GEFA sotto soglia, sottoposti ad una vigilanza notevolmente semplificata (in maniera non dissimile, *mutatis mutandis*, da quanto la direttiva 2000/46/CE aveva previsto per gli IMEL rispetto alle banche). Si vuole evidentemente favorire l'accesso di soggetti meno strutturati al mercato dei capitali (e quindi agli investimenti privati)⁵³, ovviamente accentuando il profilo di rischio rispetto al risparmio bancario.

Altri interventi sono andati nel senso di semplificazione degli strumenti di vigilanza (ripartendo in maniera più chiara le competenze tra Banca d'Italia e Consob per quanto riguarda i servizi di investimento). In questo caso, mi sembra che l'intervento vada nella direzione giusta, che è quella di snellire gli adempimenti prodromici all'accesso al mercato finanziario senza per questo diminuire le soglie minime di tutela degli investitori.

Si potrebbe continuare, delineando gli interventi indiretti che, pur non avendo come oggetto immediato la tutela dei risparmiatori retail, possano comunque andare a loro vantaggio, come la disciplina sul voto multiplo e le norme *sull'interlocking directorate*. Sono temi, tuttavia, sui quali certamente gli studiosi di diritto commerciale avranno molto da dire.

5. Conclusioni: l'investitore adempie ad interessi generali ex art. 118 Cost.?

Ho sottolineato in più di una occasione, in questa mia analisi, l'interesse sotteso alle nuove norme, europee e nazionali, volte a favorire una progressiva traslazione, almeno parziale, del risparmio provato verso gli investimenti nelle imprese; interesse che, come si è visto, sottende il duplice scopo del finanziamento diretto dell'economia reale e della autonomizzazione dell'Europa dai grandi conglomerati finanziari internazionali.

La riflessione che voglio fare in chiusura è se si possa estendere il contesto degli interventi, che sicuramente prende spunto dalle forme complessive di tutela del mercato e

⁵² Rimando ad alcune considerazioni svolte in G. LEMME, *op. ult. cit.*, pp. 236 ss.; v. anche G. DESIDERIO, *La disintermediazione delle banche: itinerari normativi ed evoluzione*, in *Euro Balkan Law Review*, 2025, pp. 76 ss.

⁵³ V. in proposito P. R. AMENDOLA, *La riforma del TUF e le novità per gli intermediari*, in *Non solo diritto bancario*, Gennaio 2026.

dei suoi attori (consumatori e investitori retail *in primis*) nell'ambito di un nuovo ruolo da attribuire a questi ultimi, che possa, in certo modo, favorire la tutela di interessi generali.

L'immediato riferimento è all'art. 118, 4° co. Cost. ed in particolare al principio di sussidiarietà orizzontale, per il quale cittadini "singoli o associati", sono favoriti nella misura in cui possano svolgere attività di interesse generale⁵⁴.

È chiaro che, sinora, l'interpretazione della norma costituzionale si è posta principalmente con riguardo ad alcune attività (in campo culturale, sanitario, assistenziale, sportivo, scolastico), anche se non sono mancate possibili estensioni ad altri ambiti, ivi compresi quelli più strettamente economici⁵⁵. Ad esempio, il principio per il quale le imprese possono rendersi protagoniste dei meccanismi di sussidiarietà economica (quale specifica declinazione della sussidiarietà orizzontale) è ampiamente accettato⁵⁶, così come è pacifico che i cittadini possano fornire un contributo al miglioramento di un settore di evidente rilevanza economica (quale quello dell'energia) attraverso lo strumento delle "comunità energetiche"⁵⁷ o ancora, agendo nell'ambito della libertà d'impresa, possono sostituirsi alla P.A. permettendo a quest'ultima di dedicare risorse ad altre attività essenziali nelle quali i privati non possono intervenire⁵⁸.

Se è certamente vero che il principio di sussidiarietà orizzontale è stato soprattutto inquadrato nell'ambito delle formazioni sociali, piuttosto che rispetto ai singoli, e posto in diretto rapporto con il solidarismo richiamato dall'art. 2 Cost.⁵⁹, sta che lo stesso art. 118 menziona i singoli come "attori" della sussidiarietà.

Se allora si accetta la lettura qui proposta, certamente si va oltre la dimensione prefigurata nella riforma costituzionale del 2001 (che vedeva i cittadini, singoli e associati, affiancarsi consapevolmente agli enti pubblici per il perseguimento di interessi generali), in quanto il risparmiatore che dirotta il proprio denaro verso gli investimenti è, in un

54 v. sul punto le riflessioni di G. U. RESCIGNO, *Principio di sussidiarietà orizzontale e diritti sociali*, in *Dir. Pubblico*, 2002, I, pp. 46 ss., ove si estende la portata del termine "interesse generale" all'insieme dei principi della Costituzione.

55 V. ad es. TAR Lombardia (Brescia), 94/2003, che ha sottolineato come attività dei privati che si traducano in un miglioramento del contesto economico del territorio rispondono al principio di sussidiarietà orizzontale; v. sul punto D. BOLOGNINO, R. CAMELI, F. GIGLIONI, *La sussidiarietà orizzontale nella giurisprudenza italiana e comunitaria*, in *Labsus Paper* 11, 2009, pp. 12 ss.

56 G. D. MOSCO, *Sussidiarietà orizzontale, imprese, burocrazia*, in *Anal. Giur. Economia*, 2020, pp. 275 ss.; B. CELATI, *Sussidiarietà orizzontale e attività di rilevanza economica. Beni comuni, servizi pubblici locali e impresa*, in *AA.VV., La cura dei beni comuni tra teoria e prassi*, a c. D. Donati, Milano, 2024, pp. 313 ss.

57 G. GOTTI, M. GRECO, *Il principio costituzionale di sussidiarietà orizzontale e l'Unione Europea: il caso della disciplina delle comunità energetiche*, in *Dir. pubb. eur.*, 2025, pp. 127 ss.

58 Così TAR Lazio, sent. 1890/2006.

59 G. PISANI, *Oltre il confinamento amministrativo del principio di sussidiarietà orizzontale. La sfida politica della solidarietà*, in *Politica del diritto*, 2023, pp. 529 ss.

certo qual senso, inconsapevole di perseguire (anche) un interesse generale attinente al mercato. D'altra parte, come è stato notato⁶⁰, le stesse Casse di Risparmio costituivano una forma di gestione del credito per interessi sociali, a riprova del fatto che non è estraneo al nostro ordinamento il concetto che i cittadini possano rendersi attori virtuosi di meccanismi sociali, senza necessariamente averne la piena contezza.

Sotto questo profilo, sempre volendo richiamare l'art. 118, 4° co. Cost., il verbo "*favoriscono*", che in questo caso sarebbe riferito allo Stato, ben spiegherebbe e giustificerebbe l'approdo legislativo verso una incentivazione dell'investimento privato, che possa costituire una evoluzione dell'originaria *ratio* del dettato costituzionale.

Rimangono, come ho più volte accennato, i dubbi sulle implicazioni di questa scelta, le cui conseguenze, è bene chiarirlo – senza che questa suoni come una bocciatura delle nuove regole, che del resto si muovono nel solco di una strategia eurounitaria – saranno anche di esporre i risparmiatori retail ai rischi di mercato.

60 M. OLIVI, *Principio di sussidiarietà orizzontale e regole di diritto privato*, in *Ricerche giuridiche*, 2013, pp. 487 ss.