



CARMELA ROBUSTELLA

Professore associato di Diritto dell'economia – Università di Foggia

LA TUTELA RAFFORZATA DELL'INVESTITORE NELLA MIFID II

SOMMARIO: 1. *Gli obiettivi del legislatore europeo.* – 2. *Know your customer e Know your product.* – 3. *Mifid II e valutazione di adeguatezza.* – 4. *Consulenza finanziaria indipendente e non indipendente.* – 5. *Mifid II e GDPR.*

1. – La crisi finanziaria che ha colpito l'economia mondiale a partire dal 2007 ha fatto emergere carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati finanziari e ha reso necessaria una revisione della disciplina della Direttiva 2004/39/CE, c.d. MiFID, che è stata in parte trasfusa nella Direttiva 15 maggio 2014, n. 2014/65/UE (cd. “*Markets in Financial Instruments Directive II*”, di seguito “**MiFID II**”) e nel Regolamento *self executing* 2014/600/UE (c.d. “*Markets in Financial Instruments Regulation*”, di seguito “**MiFIR**”). La disciplina comunitaria ha trovato attuazione, nel nostro ordinamento, con il D.Lgs. 3 agosto 2017, n. 129, entrato in vigore il 26 agosto 2017¹.

Il nuovo assetto regolamentare apporta innumerevoli novità alla disciplina del mercato degli strumenti finanziari, modificando la precedente disciplina e includendo settori in precedenza non regolamentati. Lo scopo perseguito è quello di disciplinare

¹ Per approfondimenti sulla nuova regolamentazione costituita dalla direttiva 2014/65/UE e il Regolamento 2014/600/UE si veda, V. TROIANO-R. MOTRONI, *La Mifid II: Rapporti con la clientela-regole di governance-mercati*, Padova, 2016; COSTI, *Il mercato mobiliare: aggiornamento alla mifid II*, Torino, 2018; F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di Mifid II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. Soc.*, n.4/2018, in corso di pubblicazione; E. PEZZUTO-R. RAZZANTE, *MiFID II: le novità per il mercato finanziario*, Torino 2018; D. BUSCH-G. FERRARINI, *Regulation of the EU Financial Markets – MiFID II and MiFIR*, Oxford press, 2017; A. TUCCI, *La nuova direttiva e le disarmonie dei diritti europei*, in *FCHUB*, 25/10/2017; CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla Mifid II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in *Riv. trim. dir. Econ.*, n.1/2015, 72 ss.

JUS CIVILE



un mercato sempre più vario e complesso, caratterizzato dall'incremento delle tipologie di strumenti finanziari e dalla diffusione dei sistemi di *high frequency trading*, attraverso i quali, come è noto, ormai da diversi anni, ha luogo una quota rilevante delle transazioni sui mercati telematici più evoluti.

Perseguendo, inoltre, l'obiettivo di favorire lo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, la MiFID II detta importanti disposizioni destinate a favorire una maggiore tutela e trasparenza nei confronti degli investitori.

Il recepimento nell'ordinamento italiano di Mifid II ha reso necessario non solo un intervento ortopedico sul TUF, ma anche la modifica dei suoi regolamenti attuativi, in particolare il Regolamento intermediari della Consob che è stato integralmente riscritto. La fase del recepimento nell'ordinamento italiano della Direttiva MiFID II si è conclusa lo scorso 20 febbraio con l'entrata in vigore del nuovo Regolamento intermediari².

Le novità dettate in tema di tutela degli investitori pongono numerose e rilevanti questioni, attinenti al diritto delle obbligazioni e dei contratti. In termini generali, la disciplina contenuta nella Mifid II ribadisce la centralità dell'obbligo, per gli intermediari, di agire nel migliore interesse del cliente, così come l'ulteriore principio generale, secondo cui le imprese di investimento hanno l'obbligo di agire in modo onesto equo e professionale. Il regolatore europeo rafforza il livello di "protezione del risparmiatore" implementando la quantità e la qualità delle informazioni che andranno fornite sin dalla fase di ideazione dei prodotti. In questa direzione possono quindi leggersi le novità di Mifid II sui nuovi obblighi imposti alle imprese di investimento nella individuazione degli strumenti finanziari adeguati al cliente, sulla nuova valutazione di adeguatezza, sulla distinzione tra consulenza indipendente e dipendente, a cui vanno ad aggiungersi le nuove disposizioni sul conflitto di interessi e il riformato regime degli incentivi per la prestazione dei servizi di investimento.

2. – Il legislatore europeo, come si accennava, si pone il prioritario obiettivo di accrescere e rafforzare il livello di protezione da accordare agli investitori, non solo

² La Consob ha adottato il nuovo Regolamento intermediari con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018, nel quale sono recepite le principali aree di intervento su cui ha inciso la nuova regolamentazione di matrice europea. In particolare, le disposizioni in materia di contratti, di incentivi, di product governance, requisiti di conoscenza e competenza del personale addetto alla prestazione di servizi di investimento, le registrazioni delle conversazioni telefoniche e distribuzione di prodotti finanziari e assicurativi.



imponendo agli intermediari l'osservanza di puntuali regole di condotta per assicurare comportamenti improntati alla correttezza e all'efficacia operativa, ma anche, e soprattutto, richiedendo che il personale addetto alla prestazione di "servizi di investimento" sia in possesso di un adeguato livello di conoscenza e competenza sui prodotti finanziari offerti o raccomandati alla clientela³.

Una delle novità di grande rilievo introdotte dalla normativa europea è l'esplicitazione della regola che impone alle imprese di investimento la comprensione delle caratteristiche degli strumenti finanziari offerti o raccomandati. Con le nuove regole di *product governance* e di *product intervention*, il legislatore europeo intende rafforzare i presidi preposti per la tutela degli investitori, imponendo una responsabilizzazione degli organi societari e dei vertici delle strutture aziendali durante l'intero ciclo di vita del prodotto, dalla fase della ideazione e realizzazione dei prodotti finanziari fino a quella *post-vendita*⁴.

Attraverso le regole di *governance* del prodotto il legislatore europeo impone alle imprese di investimento, sia produttrici che distributrici, una preventiva "mappatura dei prodotti", al fine di poter definire strategie commerciali e di *business* strettamente coerenti con i bisogni e le caratteristiche dei destinatari dei prodotti stessi. Laddove, inoltre, l'azione di *product governance* interna dovesse rivelarsi inadeguata, la nuova regolamentazione europea rafforza il potere delle autorità di controllo, che interverranno in una logica di *Product intervention*, vietando o limitando la commercializzazione, la distribuzione e la vendita di qualsiasi strumento finanziario o deposito strutturato che sollevi gravi timori in merito alla protezione degli investitori⁵. Nelle intenzioni del regolatore europeo, dunque, la combinazione di queste due misure dovrebbe riuscire a scongiurare la commercializzazione di prodotti finanziari poten-

³ Si rinvia, in argomento, al saggio di A. TUCCI, *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. Dir. Comm.*, n.2/2016, 363 ss, in cui si affronta il delicato problema del coordinamento tra la disciplina speciale in materia di contratti di investimento e quella generale del contratto contenuta nel codice civile. Ma v. anche BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, in *Resp. civ. e prev.*, n. 3/2016.

⁴ Cfr. sul punto MORLINO, *La product Governance nel regime Mifid 2*, in *Dirittobancario.it*, 8, in cui si sostiene che la disciplina del governo di prodotti propone una regolamentazione della tutela del cliente anticipata alla fase di creazione del prodotto. Viene quindi stabilita, secondo l'a., una modalità di vigilanza dell'intermediario che ne determina non solo i comportamenti e le modalità di interazione con il cliente finale, ma anche le tecniche di strutturazione del prodotto. Negli stessi termini, BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, in *Resp. civ. e prev.*, n. 3/2016, 992 ss.

⁵ Cfr. BUSH, *Product Governance e Product intervention undur MifidIII/Mifir*, in *Regulation of the EU Financial Markets – MiFID II and MiFIR*, cit., 137



zialmente dannosi per l'investitore e per l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari.

3. – Sempre nella prospettiva di offrire una maggiore protezione agli investitori attraverso la l'introduzione di adempimenti più stringenti in capo agli intermediari, il legislatore europeo appronta una più puntuale disciplina sulla valutazione di adeguatezza.

Come è noto, i c.d. test di adeguatezza rappresentano un obbligo per tutti gli operatori che svolgono operazioni di consulenza finanziaria e di gestione patrimoniale. Già con la prima Direttiva MiFID il legislatore ha imposto al consulente la verifica dell'adeguatezza del prodotto finanziario richiesto o consigliato al cliente, attraverso l'acquisizione di informazioni in merito alla conoscenza ed esperienza del cliente in materia di investimenti finanziari, alla sua situazione finanziaria e ai suoi obiettivi di investimento.

La direttiva MiFID II conferma l'impostazione della precedente regolamentazione, ma aggiunge nuovi obblighi: in particolare nell'individuazione degli strumenti finanziari più adatti al cliente, l'intermediario, nell'ambito delle informazioni sugli obiettivi di investimento, dovrà tenere conto anche della *tolleranza al rischio* del cliente, mentre nell'acquisizione delle informazioni in merito alla situazione finanziaria, dovrà tenere conto anche della capacità del cliente *di tollerare le perdite*⁶. Si tratta di una novità di grande rilievo destinata a modificare profondamente il modo di intendere il servizio di consulenza in futuro. In particolare, il concetto di tolleranza alle perdite, sconosciuto nella precedente regolamentazione, imporrà all'intermediario una valutazione oggettiva della sostenibilità finanziaria dell'investimento da parte del cliente, che andrà necessariamente appurata determinando i livelli di perdite che il cliente è in grado di fronteggiare – appunto perché compatibili con la sua situazione economico-finanziaria, presente e futura – e tali, quindi, da non compromettere il perseguimento degli obiettivi di investimento del cliente stesso.

Sotto questo aspetto, dunque, l'adeguamento al regime MiFID II imporrà a banche ed intermediari la revisione dei questionari e degli algoritmi di profilatura dei

⁶ Sull'obbligo imposto all'intermediario di tenere conto della tolleranza al rischio dell'investitore, si rinvia a LINCIAANO-SOCCORSO, *La rilevanza della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, Consob Discussion Paper, 2012.



clienti, l'introduzione di nuovi presidi operativi e di controllo ai fini della comparazione dei prodotti equivalenti, la revisione della modulistica e dei *report* forniti al cliente al fine di esplicitare le motivazioni per cui il prodotto risulta adeguato.

4. – Sempre nell'ambito delle disposizioni dedicate alle misure volte a rafforzare gli strumenti di tutela degli investitori, ricche di spunti ricostruttivi si presentano le novità normative riguardanti il servizio di consulenza finanziaria e, in particolare, di consulenza finanziaria prestata su base indipendente⁷.

La consulenza offerta su base indipendente non è un nuovo servizio di investimento, ma una specifica modalità attraverso la quale è possibile prestare il servizio di consulenza in materia finanziaria e si caratterizza per le specifiche previsioni che devono essere osservate dalle imprese di investimento⁸. Anzitutto la trasparenza circa la prestazione del servizio: quando l'impresa di investimento informa il cliente che la consulenza verrà fornita su base indipendente, prima di formulare una raccomandazione personalizzata, è obbligata a valutare un'ampia e congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che dovranno essere sufficientemente diversificati in termini di tipologia, emittenti o fornitori di prodotti. La sufficiente diversificazione è finalizzata a garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano ampiamente soddisfatti e che la scelta dei prodotti finanziari non sia limitata ai prodotti emessi o

⁷Nel nuovo regolamento intermediari la Consob recepisce le importanti novità dettate da Mifid II e da Mifir in tema di consulenti finanziari, tipizza la nuova definizione di consulenza finanziaria voluta dal regolatore europeo e distingue tra:

consulenti finanziari abilitati all'esercizio dell'offerta fuori sede, ridenominando, pertanto, i precedenti promotori finanziari (e sparisce, quindi, detta denominazione);

consulenti finanziari autonomi (indipendenti) che sostituiscono i precedenti consulenti finanziari.

Quindi, nello spirito della disciplina europea, nel nuovo Regolamento Intermediari si indicano le due differenti tipologie di consulenza che possono essere proposte alla utenza, precisandosi che gli intermediari possono prestare il servizio di consulenza sia su base indipendente, sia su base non indipendente, ma con strutture differenziate e che la medesima persona fisica non può offrire contemporaneamente le due forme di consulenza. Nel frattempo, dal 1 dicembre 2018 è attivo l'albo unico dei consulenti finanziari che sostituisce quello dei promotori finanziari ed è stato costituito anche il nuovo Organismo di vigilanza dell'albo unico (OCF) a cui è riservata la funzione di vigilanza sugli iscritti precedentemente attribuita alla Consob. Per una lettura in chiave critica delle novità regolamentari introdotte da Mifid II, cfr. DI MAIO-VIANELLI, *Ricerca in materia di investimenti e inducement nel regime Mifid II: una lettura critica delle novità regolamentari introdotte*, in *dirittobancario*, 2018, 1 ss.

⁸Sulla nuova modalità di fornitura del servizio di consulenza, cfr. DI CIOMMO, *La consulenza finanziaria alla luce della Mifid II: profili giuridici*, in *Riv. trim. dir. econ.*, n. 1/2017; CIVALE-ZITIELLO, *Consulenza e Mifid II: il nuovo assetto a "geometria variabile"*, in *dirittobancario.it*, 2015, 1 ss.

JUS CIVILE



forniti dalla stessa impresa di investimento o da enti con i quali quest'ultima è collegata o con cui ha rapporti. precisare

In secondo luogo, sempre al fine di assicurare l'effettiva indipendenza della consulenza prestata, la direttiva MiFID II prevede che il servizio venga remunerato direttamente dal cliente beneficiario del servizio stesso (c.d. *fee-only*). In altri termini, è fatto espresso divieto all'impresa di investimento di trattenere qualsiasi genere di incentivo, commissioni, onorari o altri benefici economici, monetari e non, pagati da terzi, in particolare dagli emittenti degli strumenti finanziari oggetto di raccomandazione. Gli *inducement* eventualmente pagati o forniti da terzi, andranno restituiti al cliente appena possibile e non potranno essere compensati. Pur non essendo stabilita una specifica tempistica per l'accredito degli *inducement* al cliente, l'impresa di investimento deve definire una specifica policy per assicurare che questi ultimi siano assegnati e trasferiti a ogni singolo cliente⁹.

Per la consulenza finanziaria indipendente, tuttavia, il legislatore europeo accorda all'impresa di investimento la possibilità di trattenere benefici non monetari di entità minima che possono essere accettati però solo a condizione che (i) siano chiaramente indicati, (ii) siano finalizzati a migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che (iii) siano di entità tale da non pregiudicare il dovere dell'intermediario di agire nel miglior interesse del cliente. Il miglioramento della qualità del servizio offerto al cliente rappresenta, dunque, una delle condizioni per consentire l'ammissibilità degli incentivi non monetari di minima entità. A tal riguardo l'Esma ha dettato importanti indicazioni sia (i) sulle condizioni che devono essere rispettate dagli intermediari che offrono il servizio di consulenza su base indipendente e il servizio di gestione di patrimoni al fine di ottemperare al divieto di ricevere e trattenere qualsiasi tipo di commissione o incentivo monetario o non monetario da parti terze, sia (ii) sulla definizione di incentivi di lieve entità accettabili.

In particolare gli incentivi non monetari sono di lieve entità quando, per le proprie ridotte dimensioni quantitative, sono ragionevoli e proporzionati e quindi tali da non influenzare il comportamento dell'impresa di investimento a detrimento degli interessi del cliente. Esma, nel proprio *Technical Advice*, ha proposto una lista esaustiva

⁹ Per una trattazione puntuale della disciplina degli incentivi e, in particolare, dei benefici non monetari di entità minima, si rinvia al saggio di SILVERENTAND, SPRECHER, SIMON, *Inducements*, in *Regulation of the EU Financial Markets – MiFID II and MiFIR*, cit., 216 ss. Ma v. anche PERRONE, *Tanto rumore per nulla? Per un ripensamento sulla disciplina degli inducements*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, n. 2/2016, 129.



delle tipologie di incentivi non monetari di lieve entità, poi interamente trasfusa nel Regolamento intermediari all'art. 54, terzo comma¹⁰.

Pur essendo l'unica forma di incentivo escluso dal divieto imposto da Mifid II, i *minor non monetary benefits* sono assoggettati ad uno specifico obbligo informativo di tipo preventivo poiché dovranno essere comunicati ai clienti o potenziali tali prima dell'avvio della prestazione del servizio di investimento.

5. – Infine, sempre al fine di incrementare il sistema di garanzie e di protezione per gli investitori nei loro rapporti con gli intermediari finanziari, il regolatore europeo introduce l'obbligo di conservare le registrazioni (c.d. *record keeping*) delle conversazioni telefoniche o delle comunicazioni elettroniche relative alle operazioni di negoziazione per conto proprio e di ricezione, trasmissione ed esecuzione di ordini della clientela e di conservarle “per un periodo di cinque anni e, se richiesto dall'autorità competente, per un periodo fino a sette anni”¹¹.

Sebbene la normativa europea statuisca tale obbligo di registrazione solo per i servizi c.d. “esecutivi” (negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini e ricezione e trasmissione di ordini), il nuovo Regolamento Intermediari del febbraio 2018 ha esteso l'obbligatorietà anche ai servizi di consulenza, collocamento e gestione di portafogli. La finalità delle registrazioni è quella di garantire l'esistenza di elementi di prova atti a dimostrare i termini di qualsiasi ordine trasmesso dai clienti e la relativa corrispondenza con le operazioni eseguite dalle imprese di investimento, nonché

¹⁰ Secondo l'art. 54, terzo comma, del nuovo Regolamento intermediari i benefici non monetari di minore entità ammissibili nel servizio di consulenza finanziaria sono:

a) le informazioni o la documentazione relativa a uno strumento finanziario o a un servizio di investimento di natura generica ovvero personalizzata in funzione di uno specifico cliente;

b) il materiale scritto da terzi, commissionato e pagato da un emittente societario o da un emittente potenziale per promuovere una nuova emissione da parte della società, o quando il soggetto terzo è contrattualmente impegnato e pagato dall'emittente per produrre tale materiale in via continuativa, purché il rapporto sia chiaramente documentato nel materiale e quest'ultimo sia messo a disposizione di qualsiasi intermediario che desideri riceverlo o del pubblico in generale nello stesso momento;

c) partecipazione a convegni, seminari e altri eventi formativi sui vantaggi e sulle caratteristiche di un determinato strumento finanziario o servizio di investimento;

d) ospitalità di un valore *de minimis* ragionevole, come cibi e bevande nel corso di un incontro di lavoro o di una conferenza, seminario o altri eventi di formazione di cui alla lettera c).

¹¹ Cfr. art. 16 della Direttiva 2014/65/UE. Quanto disposto dalla Direttiva MiFID 2 in tema di conservazione delle registrazioni è stato recepito a livello nazionale dal Regolamento intermediari adottato con delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018 (cfr. Libro IV, Parte IV, articoli 94 e 95).

JUS CIVILE



di individuare qualsiasi comportamento potenzialmente rilevante in termini di abusi di mercato.

Devono essere oggetto di registrazione tutte le comunicazioni fatte, inviate, ricevute da apparecchi concessi o autorizzati dall'impresa e l'impresa d'investimento è obbligata, inoltre, a tenere un registro di tali apparecchi e un registro delle persone che sono in possesso di dispositivi aziendali o personali autorizzati all'uso.

Dovranno essere documentati anche gli incontri frontali con la clientela (*face to face*), che potenzialmente potranno condurre alla conclusione di un ordine, pertanto sono registrate anche tutte le conversazioni telefoniche e le comunicazioni elettroniche riguardanti richieste di prezzi, sollecitazioni, offerte di acquisto o di vendita, indicazioni di interesse e richieste di preventivi.

Si precisa che sono soggette all'obbligo di registrazione anche le conversazioni e le comunicazioni intercorse tra cliente ed intermediario che non conducono all'effettiva conclusione di operazioni o alla prestazione di servizi. A tal fine gli intermediari sono tenuti ad adottare ogni ragionevole misura per registrare le conversazioni telefoniche e le comunicazioni elettroniche effettuate, anche definendo, implementando e mantenendo una appropriata *policy* scritta.

In particolare tale *policy*, che deve essere periodicamente soggetta a revisione, deve contenere:

- L'identificazione di tutte le registrazioni telefoniche effettuate, comprese le comunicazioni elettroniche intercorse con il cliente;
- La definizione della procedura da seguire e le misure da adottare per essere conformi con i pertinenti requisiti della Mifid II laddove – in circostanze eccezionali – l'intermediario non sia in grado di registrare le conversazioni/comunicazioni.

Al momento dell'entrata in vigore della Mifid II tutte le società operanti nel settore bancario e finanziario si sono dotate una adeguata *policy* interna relativa agli obblighi di registrazione di conversazioni telefoniche e comunicazioni elettroniche e al relativo monitoraggio.

L'obbligo previsto dalla Mifid II di registrazione di tutte le conversazioni telefoniche che riguardano le operazioni concluse in caso di negoziazione per conto proprio e nell'ambito dei servizi di ricezione, trasmissione ed esecuzione degli ordini della clientela potrebbe porre problemi di compatibilità con le nuove disposizioni del



Regolamento europeo 2018/679/ (c.d. GDPR– *General Data Protection Regulation*) per la protezione dei dati personali ¹².

Il legislatore europeo, come è noto, ha avvertito l'esigenza di intervenire in maniera più incisiva sulla protezione dei dati personali, innovando la precedente disciplina e garantendo un "quadro più solido e coerente" in materia.

La c.d. "era digitale o della informazione", caratterizzata dall'ampia diffusione dell'uso dei computer, di internet e delle tecnologie informatiche, ha profondamente modificato quasi tutti i settori dell'economia, imponendo grandi trasformazioni nel modo di conservare, trasmettere e gestire le informazioni, che vengono oggi scambiate in tempo reale e su scala globale. È quindi evidente che il progresso tecnologico abbia portato con sé nuove sfide per la protezione dei dati personali. Il Regolamento 2018/679 nasce appunto in un'ottica di rafforzamento dei diritti dei singoli, di irrobustimento delle misure di protezione previste contro la violazione dei dati e di superamento dei limiti della precedente normativa.

La nuova normativa in materia di trattamento dei dati personali, entrata definitivamente in vigore il 25 maggio 2018, introduce, all'art. 5, due importanti principi applicabili al trattamento dei dati personali: (i) il primo, c.d. della "minimizzazione dei dati personali", attraverso il quale si sancisce la necessità che i dati vengano raccolti per finalità determinate, esplicite e lecite nei limiti di quanto necessario per il raggiungimento dello scopo per i quali sono stati raccolti; (ii) il secondo, che si pone quale corollario del primo, c.d. di "limitazione della conservazione", che attiene invece, al periodo di tempo in cui le informazioni restano a disposizione del titolare del trattamento, che andranno conservate "in una forma che consenta l'identificazione degli interessati per un arco di tempo non superiore al conseguimento delle finalità per le quali sono trattati" ¹³

Il nuovo regolamento europeo GDPR, inoltre, tutela la persona fisica i cui dati personali sono oggetto di trattamento non soltanto garantendogli precisi diritti di informazione, ma anche vere e proprie azioni che può intraprendere a tutela della propria *privacy*. Tra questi, oltre al diritto di accesso (art. 15), ci sono quelli alla rettifica (art. 16), alla cancellazione (art. 17) e alla limitazione (art. 18).

Ai sensi dell'art. 16 del Regolamento GDPR, l'interessato ha il diritto di ottenere

¹² Per un approfondimento sul nuovo regolamento sulla protezione dei dati personali, v. FINOCCHIARO, *Il nuovo regolamento europeo sulla privacy e sulla protezione dei dati personali*, Bologna, 2017

¹³ Cfr. art. 5 comma 1 punto e) del GDPR.

JUS CIVILE



senza ritardo dal titolare del trattamento la rettifica dei dati personali inesatti che lo riguardano e l'integrazione dei dati personali incompleti, anche fornendo una dichiarazione integrativa.

L'art. 17 del Regolamento GDPR accorda, invece, all'interessato il "diritto alla cancellazione o all'oblio"¹⁴, che opera nei casi in cui il trattamento non sia più necessario, il consenso sia stato revocato o il trattamento era illegittimo sin dall'origine. L'art. 17 del Regolamento GDPR, più dettagliatamente, introduce due differenti diritti in capo all'interessato: quello di richiedere la cancellazione dei dati da parte del titolare del trattamento, regolato dal primo comma, e il diritto all'oblio vero e proprio, ossia l'obbligo del titolare del trattamento, qualora abbia comunicato i dati a terzi, di cancellarli ed informare gli altri titolari della richiesta dell'interessato di cancellare qualsiasi link, copia o riproduzione dei suoi dati personali.

L'art. 18 del Regolamento, infine, accorda all'interessato anche un diritto alla limitazione che gli consente di graduare le modalità con cui i suoi dati sono trattati, richiedendo che essi siano soltanto conservati dal titolare in via provvisoria. Per effetto di tale richiesta ogni altro trattamento deve considerarsi illecito e sarà possibile soltanto con il consenso dell'interessato o per l'accertamento, l'esercizio o la difesa di un diritto in sede giudiziaria oppure per tutelare i diritti di un'altra persona fisica o giuridica o per motivi di interesse pubblico rilevante dell'Unione o di uno Stato membro.

Ciò detto, tornando all'obbligo imposto da Mifid II di registrare tutte le conversazioni telefoniche o le comunicazioni elettroniche relative a ordini disposti dai clienti, è indubbio che le registrazioni in questione, contenendo i dati personali dell'investitore, costituiscano una forma di trattamento dei dati relativi alle transazioni finanziarie idonea a rientrare nell'ambito di operatività del nuovo Regolamento euro-

¹⁴L'art. 17 del Regolamento GDPR dispone che "L'interessato ha il diritto di ottenere dal titolare del trattamento la cancellazione dei dati personali che lo riguardano senza ingiustificato ritardo e il titolare del trattamento ha l'obbligo di cancellare senza ingiustificato ritardo i dati personali, se sussiste uno dei motivi seguenti: i dati personali non sono più necessari rispetto alle finalità per le quali sono stati raccolti o altrimenti trattati; l'interessato revoca il consenso su cui si basa il trattamento e se non sussiste altro fondamento giuridico per il trattamento; l'interessato si oppone al trattamento e non sussiste alcun motivo legittimo prevalente per procedere al trattamento; i dati personali sono stati trattati illecitamente; i dati personali devono essere cancellati per adempiere un obbligo legale previsto dal diritto dell'Unione o dello Stato membro cui è soggetto il titolare del trattamento; i dati personali sono stati raccolti relativamente all'offerta di servizi della società dell'informazione". Sul diritto alla cancellazione, cfr., in dottrina, DI CIOMMO, *Il diritto all'oblio (oblito) nel Regolamento UE 2016/679 sul trattamento dei dati personali*, in *Foro it.*, 2017, V, 306; BONAVIDA-PARDOLESI, *GDPR e diritto alla cancellazione (oblio)*, in *Danno e resp.*, n. 3/2018, 269 ss.

JUS CIVILE



peo. Il GDPR sembra, quindi, destinato ad incidere, sotto questo aspetto, sulla regolamentazione europea in materia di mercati finanziari e potrebbero, pertanto, porsi problemi di compatibilità tra le due normative.

A tal riguardo deve precisarsi che, proprio in considerazione della particolare delicatezza del tema trattato, nel Considerando 57 della Direttiva MiFID 2 si precisa che l'obbligo di registrazione: "è compatibile con la Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (la Carta) ed è giustificata in un'ottica di maggiore tutela degli investitori, miglioramento della sorveglianza del mercato e aumento della certezza giuridica nell'interesse delle imprese di investimento e dei loro clienti [...] Le registrazioni in questione dovrebbero garantire l'esistenza di elementi di prova atti a dimostrare i termini di qualsiasi ordine trasmesso dai clienti e la relativa corrispondenza con le operazioni eseguite dalle imprese di investimento, nonché a individuare qualsiasi comportamento potenzialmente rilevante in termini di abusi di mercato, anche quando le imprese negoziano per conto proprio".

Il legislatore europeo, in altri termini, avverte l'esigenza di precisare che questa particolare forma di trattamento dei dati da parte dell'intermediario non solo si impone quale strumento di tutela degli investitori, ma trova fondamento anche nella esigenza di salvaguardia del buon funzionamento del mercato finanziario, consentendo l'individuazione di comportamenti rilevanti in termini di abusi di mercato.

Sotto questo profilo, dunque, le registrazioni telefoniche trovano fondamento in un obbligo di legge cui è tenuto l'intermediario, che appare integrare una delle condizioni di liceità del trattamento richiamate dall'art. 6, comma 1, lettera c, del Regolamento GDPR e, pertanto, almeno *prima facie*, le due normative appaiono astrattamente compatibili¹⁵.

¹⁵ Il Regolamento GDPR conferma che ogni trattamento deve avere il proprio fondamento in una idonea base giuridica. A tal riguardo, all'art. 6, rubricato, "Liceità del trattamento", si individua il fondamento della liceità, riprendendosi in linea di massima, i principi contenuti nella precedente regolamentazione del Codice della privacy:

1. Il trattamento è lecito solo se e nella misura in cui ricorre almeno una delle seguenti condizioni:
 - a) l'interessato ha espresso il consenso al trattamento dei propri dati personali per una o più specifiche finalità;
 - b) il trattamento è necessario all'esecuzione di un contratto di cui l'interessato è parte o all'esecuzione di misure precontrattuali adottate su richiesta dello stesso;
 - c) il trattamento è necessario per adempiere un obbligo legale al quale è soggetto il titolare del trattamento;
 - d) il trattamento è necessario per la salvaguardia degli interessi vitali dell'interessato o di un'altra persona fisica;

JUS CIVILE



Ci si chiede, non di meno, se il trattamento dei dati rivenienti dalle registrazioni telefoniche possa entrare in conflitto con i principi definiti nel regolamento GDPR.

Per quanto attiene, ad esempio, al *retention period* di 5-7 anni imposto da Mifid II, non sembrano sussistere elementi di conflittualità con il principio generale stabilito dal GDPR della “limitazione della conservazione”, che impone che i dati vengano trattati per un periodo di tempo non superiore a quello necessario al conseguimento delle finalità per le quali sono rilevati. I tempi di conservazione dei dati imposti dal GDPR, infatti, variano al variare delle specifiche finalità perseguite attraverso il trattamento e, pertanto, i dati possono e devono essere conservati fino a quando li stessi siano necessari al raggiungimento della finalità per la quale sono stati raccolti.

La finalità della registrazione imposta da Mifid II, come si è detto, è principalmente quella di i) garantire la sussistenza di prove sufficienti per dimostrare i termini di ogni ordine fornito dai clienti e la loro corrispondenza con le transazioni eseguite dalla Banca e (ii) di consentire all’autorità competente di espletare i propri compiti di vigilanza e di verificare che le imprese di investimento abbiano adempiuto tutti gli obblighi, compresi quelli nei confronti dei clienti o potenziali clienti e quelli relativi all’integrità del mercato. Ebbene, sotto questo profilo, il periodo di tempo imposto da Mifid II per la conservazione delle registrazioni telefoniche delle conversazioni intrattenute con i clienti potrebbe addirittura considerarsi insufficiente per il raggiungimento della finalità del trattamento. Se, infatti, l’obbligo di conservazione delle registrazioni telefoniche con la clientela è posto a carico degli intermediari per dimostrare il corretto adempimento degli obblighi imposti dalla normativa – consentendo, quindi, anche all’intermediario di tutelare i propri diritti nelle controversie con gli investitori – il tempo di conservazione dei dati avrebbe dovuto come minimo coincidere con il termine prescrizione dei diritti scaturenti dalle operazioni di investimento. È, pertanto, immaginabile che gli intermediari conserveranno le registrazioni telefoniche per un periodo di tempo più lungo, che, tuttavia, non dovrebbe eccedere quello previsto dalla disciplina della prescrizione.

Ci si chiede, inoltre, se la Mifid II e la relativa normativa interna di recepimento

e) il trattamento è necessario per l’esecuzione di un compito di interesse pubblico o connesso all’esercizio di pubblici poteri di cui è investito il titolare del trattamento;

f) il trattamento è necessario per il perseguimento del legittimo interesse del titolare del trattamento o di terzi, a condizione che non prevalgano gli interessi o i diritti e le libertà fondamentali dell’interessato che richiedono la protezione dei dati personali, in particolare se l’interessato è un minore.

La lettera f) del primo comma non si applica al trattamento di dati effettuato dalle autorità pubbliche nell’esecuzione dei loro compiti.

JUS CIVILE



possa ritenersi una specifica misura legislativa idonea a limitare la portata degli obblighi e dei diritti rispettivamente imposti e riconosciuti dal GDPR. L'art. 23 del Regolamento GDPR, sottolinea, infatti, che il diritto dell'Unione o dello Stato membro cui è soggetto il titolare del trattamento o il responsabile del trattamento può limitare, mediante misure legislative, la portata degli obblighi e dei diritti di cui agli articoli da 12 a 22 e 34, nonché all'articolo 5, "qualora tale limitazione rispetti l'essenza dei diritti e delle libertà fondamentali e sia una misura necessaria e proporzionata in una società democratica per salvaguardare tutta una serie di interessi considerati primari e che nell'ottica del principio del pari grado vanno preferiti alle ragioni dell'interessato".

Fra le condizioni suscettibili di giustificare la suddetta limitazione sono citati, in particolar modo: "la prevenzione, l'indagine, l'accertamento e il perseguimento di reati (la Mifid II si propone di contrastare gli abusi di mercato); "importanti obiettivi di interesse pubblico generale dell'Unione europea o di uno Stato membro, in particolare un rilevante interesse economico o finanziario dell'Unione o di uno Stato membro"(la Mifid II ha la finalità di assicurare il corretto funzionamento dei mercati finanziari); "La tutela dell'interessato" (la Mifid II si pone come obiettivo prioritario la tutela dell'investitore).

Si potrebbe concludere, quindi, che nel trattamento dei dati relativi alle transazioni finanziarie, si è in presenza di una legge speciale (MIFID II) che opera in deroga ad una legge generale (GDPR). L'aspetto che pone, però, una potenziale problematica dal punto di vista del GDPR è il trattamento degli altri dati personali che potrebbero essere contenuti nelle registrazioni effettuate dagli intermediari. Per giustificarne la conservazione (che costituisce, ai sensi del GDPR, una forma di trattamento) non si potrebbe invocare come fondamento di legittimità il rispetto di un obbligo di legge.

È lo stesso Garante europeo per la protezione dei dati a sottolineare che¹⁶: "[s]pesso le società operanti nel settore dei servizi finanziari registrano il contenuto delle conversazioni relative alle transazioni. Anche se le conversazioni in questione riguardano solo o principalmente le transazioni finanziarie o le attività professionali

¹⁶"Often companies in the financial services sector record the content of the conversations concerning transactions. Even where the conversations in question relate wholly or primarily to financial transactions or professional activities, records of these communications include personal data and access to this information by competent authorities represents a significant interference with the right to privacy" (cfr. EDPS, *Guidelines on data protection in EU financial services regulation*, in https://edps.europa.eu/sites/edp/files/publication/14-11-25_financial_guidelines_en.pdf, 2014, 26).

JUS CIVILE



svolte, le registrazioni di queste comunicazioni includono dati personali e l'accesso a queste informazioni da parte delle autorità competente rappresenta una fonte di significativa interferenza con il diritto alla privacy”.

Si tenga, inoltre, conto del fatto che la MiFID 2 impone la registrazione e la conservazione anche di quegli scambi, telefonici o telematici, che non si concludono poi effettivamente con l'esecuzione di operazioni o la prestazione di servizi. Risulta, quindi, difficile circoscrivere l'ambito esatto di applicazione della Direttiva, in quanto tutte le interazioni con la clientela potrebbero potenzialmente rientrare in tale casistica. Ai sensi del GDPR, tuttavia, questo *modus operandi* pone delle problematiche, lasciando quindi gli intermediari incerti sulla scelte delle *best practice* da adottare.