



Filtro di appropriatezza

L'Esma sottolinea gli obblighi informativi a carico degli intermediari
Con le linee guida, si punta a evitare interpretazioni difformi tra i paesi

DI LUCA ZITIELLO

A seguito del documento pubblicato il 21 gennaio 2021 e della successiva consultazione chiusasi il 29 aprile, l'Esma ha rilasciato il final report sulle linee guida in tema di appropriatezza e di sola esecuzione. Alla base vi è la costante esigenza di fondo di **uniformare le interpretazioni**, le azioni di vigilanza e i comportamenti all'interno degli Stati membri da

parte rispettivamente delle autorità di controllo nazionale e degli intermediari.

Le condotte da tenere

Il tema è di assoluto interesse perché concerne le modalità distributive di strumenti finanziari non assistite da consulenza e dal correlativo filtro di adeguatezza. Il documento si compone di tredici linee guida

che affrontano punti determinanti in ordine alle condotte da tenere nella prestazione di servizi esecutivi come **la negoziazione**, la raccolta ordini o il collocamento a cui non sia accompagnata alcuna forma di raccomandazione personalizzata, così da integrare una forma distributiva basata sulla mera promozione, sulla esecuzione passiva delle disposizioni ricevute dal

Si va consolidando il principio secondo cui il livello di servizio che accompagna l'attività distributiva finisce per avere effetti fortemente condizionanti sulla stessa

cliente. In tali casi viene attivato il solo filtro di appropriatezza, peraltro derogabile, e nella **execution only** le disposizioni impartite dall'investitore, su sua iniziativa ed aventi ad oggetto strumenti finanziari non complessi, sono eseguite direttamente senza il controllo di appropriatezza.

Trasparenza per i clienti

Le linee guida prevedono che si debba chiarire nei confronti del cliente in cosa consista il filtro di appropriatezza, quali siano le informazioni richieste in termini di conoscenza ed esperienza, come debbano essere raccolte in modo efficiente in ragione del **principio di proporzionalità** rispetto alla natura più o meno complessa dello strumento finanziario oggetto di distribuzione e come si possa controllare l'affidabilità dei dati forniti anche in ragione del track record derivante dall'operatività pregressa dell'investitore. A ciò si aggiunge la consapevolezza delle limitazioni della responsabilità dell'intermediario nei casi in cui il cliente decida di non fornire informazioni sulla sua conoscenza

ed esperienza oppure le abbia date in modo incompleto.

Niente conflitti d'interessi

Come noto, infatti, diversamente dall'adeguatezza caratterizzata da un rigido regime di inderogabilità, in caso di applicazione del filtro di appropriatezza l'intermediario deve avvertire il cliente se non può effettuare la valutazione in ragione della **carenza delle informazioni** oppure comunicare che l'ordine impartito è per lui inappropriato in ragione delle informazioni ricevute. In entrambi i casi il soggetto abilitato può procedere all'esecuzione dell'ordine una volta ricevuta conferma dal cliente a seguito della lettura e della comprensione del disclaimer in tal senso formulato. Emerge quindi con chiarezza che a tutela di tali modalità distributive devono sussistere forti razionali di fondo per l'intermediario soprattutto nei casi in cui l'attività allocativa concerna prodotti in conflitto di interessi o complessi. Nella Linea guida 7 viene effettuato, seppur in modo troppo succinto, un richiamo alle valutazioni che devono essere compiute in fase di elaborazione della

product oversight governance (Pog) in termini di selezione dei prodotti distribuibili in appropriatezza e di attenta valutazione dei rischi connessi. Si va infatti consolidando il principio secondo cui il livello di servizio che accompagna l'attività distributiva finisce per avere effetti fortemente condizionanti sulla stessa e sul livello di responsabilità assunta dall'intermediario.

Il ruolo della Pog

È in sede di Pog che si fanno le scelte determinanti in tema di **definizione dell'universo investibile** e, al suo interno, di ciò che si ritiene che, in ragione della sua complessità intrinseca o incidenza dei conflitti di interessi, possa essere distribuito solo in presenza di un servizio che preveda le tutele dell'adeguatezza o, al contrario, ritenere compatibili modalità distributive che si basino sulla prestazione di servizi meramente passivi di esecuzione sulla scorta di ordini ricevuti dal cliente (trading on line). Sullo sfondo e non coperti dalle linee guida rimangono alcune condotte degli intermediari come il cosiddetto "downgrading", ossia la possibilità residuale di esecuzioni di ordini dei clienti derivanti da loro proposte che siano state ritenute **inadeguate** dall'intermediario nella fase precedente.

**Luca Zitiello, managing partner di Zitiello Associati, avvocato cassazionista esperto di diritto finanziario, bancario e assicurativo*