

I CLIENTI PROFESSIONALI PUBBLICI NELLA MiFID

Introduzione

1. Il presente documento è volto ad indagare il significato da attribuire ad alcune previsioni di cui all'Allegato II della Direttiva 2004/39 ("**MiFID**") in tema di categorie di clienti professionali. In particolare, si tratta di individuare quali soggetti devono ritenersi ricompresi nella categoria degli "*enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico*", elencata insieme ai governi nazionali e regionali, alla banche centrali e a vari organismi sovranazionali al n. 3 della parte I del citato Allegato II.
2. La corretta classificazione della clientela è il presupposto fondamentale per l'adempimento da parte delle imprese di investimento e delle banche delle regole di condotta previste dalla MiFID che, lo ricordiamo *en passant*, introduce un articolato regime informativo nei confronti della clientela, attentamente calibrato sulle diverse tipologie di clienti.
3. Gli unici ulteriori elementi letterali rinvenibili nella MiFID e utili ai nostri fini sono:
 - (a) il riferimento agli "*organismi del settore pubblico*", contenuto nella parte II del medesimo Allegato II, ovvero a quegli organismi (o enti) diversi da quelli di cui al n. 3 della parte I ma che possono comunque essere considerati professionali su richiesta, previa valutazione in concreto da parte degli intermediari interessati circa la loro esperienza in materia di investimenti;
 - (b) l'inclusione dei "*governi nazionali e [de]i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico*" tra le controparti qualificate di diritto ai sensi dell'art. 24(2) MiFID.

I lavori preparatori del CESR

4. Confrontando il testo del citato Allegato II con le regole e i principi elaborati e approvati dal CESR e dall'organo suo predecessore, il FESCO, nei due anni precedenti l'adozione della prima bozza MiFID del novembre 2002, emerge che:
 - (a) la categoria degli enti/organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico compare soltanto con il testo finale della MiFID, come adottato nell'aprile del 2004, mentre era ancora assente nella bozza del 2002 (la quale era del resto fortemente ispirata al lavoro sino a quel punto svolto dal CESR);
 - (b) la categoria dei governi nazionali e regionali, invece, si è delineata nel corso dei lavori di progressivo affinamento dei primi standard FESCO del 2000; in particolare, l'aggettivo "regionali" compare per la prima volta nel documento di consultazione dell'ottobre 2001 (CESR/01-015) e viene poi confermato nella versione finale degli standard pubblicata nel luglio 2002 (CESR/02-098b).
5. Mentre i documenti esplicativi e di accompagnamento dei lavori che hanno portato all'adozione della MiFID non sembrano soffermarsi in particolare sulle questioni qui in esame, alcuni spunti interessanti sono offerti dai numerosi commenti prodotti dagli operatori in merito alle successive bozze degli standard del CESR (cfr. in particolare il documento del gennaio 2002, CESR/02-017, pp. 123-133). Molti operatori, infatti,

salutavano l'importante novità (da più parti già in precedenza sollecitata) rappresentata dall'inclusione dei governi regionali tra gli investitori professionali "automatici" e auspicavano anzi un'apertura ancora maggiore volta a ricomprendere anche "*local and public authorities*", quando non addirittura l'intero universo dei "*public sector bodies*".

6. Nonostante tali richieste, il CESR si è limitato a confermare l'approccio adottato a partire dall'ottobre 2001, relegando la categoria degli enti/organismi del settore pubblico tra gli investitori che possono essere trattati come professionali solo su richiesta. Inoltre, il comitato notava espressamente che "*public sector bodies are subject to specific regulations that might prevent them from entering into certain types of transactions or opting for the professional conduct of business regime*" (cfr. le note 7 e 10 nel documento di consultazione del 2001 e nel documento finale del 2002, rispettivamente).
7. Sulla base dei lavori del CESR risultava abbastanza chiara l'intenzione di (i) non includere gli enti pubblici non altrimenti qualificati nell'ambito degli investitori professionali automatici e, ancorché desumibile soltanto *a contrario* dai commenti degli operatori che parteciparono alla consultazione,¹ (ii) limitare la categoria dei governi regionali ad un livello di amministrazione pubblica tale da non includere la totalità degli enti locali. Tali preliminari indicazioni necessitano peraltro di un'attenta riconsiderazione alla luce della netta scelta della MiFID di espandere ulteriormente la categoria dei clienti professionali di diritto.²

La normativa in materia di debito pubblico

8. Focalizzando dunque sulla principale novità introdotta dalla MiFID al riguardo (il riferimento agli enti incaricati della gestione del debito pubblico) e muovendo dalla diversa natura di una direttiva rispetto a standard e linee guida non vincolanti (ancorché adottate nel contesto della da poco varata comitologia *à la Lamfalussy*) e, soprattutto, dal relativo posizionamento nel sistema e gerarchia delle fonti del diritto comunitario, pare indispensabile rivolgersi al di fuori del settore dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari per ricercare utili strumenti interpretativi.
9. In particolare, si deve considerare l'art. 104 del Trattato CE e, più in particolare, il relativo Protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi allegato al Trattato medesimo. Al fine di porre le basi di una chiara e precisa delimitazione del concetto di debito pubblico, l'articolo 2 del Protocollo dispone che per "pubblico" si intende la pubblica amministrazione, vale a dire l'amministrazione statale, regionale o locale, secondo le definizioni del Sistema europeo di conti economici integrati (cfr. Regolamento (CE) n.

¹ Si segnala, per tutti, il commento ASSOSIM, nel quale si proponeva di includere tra gli investitori professionali automatici anche le "*provincial and municipal administrations*".

² In proposito, appare illuminante il rilievo mosso dalla International Securities Markets Association al documento di consultazione del CESR del 2001: "*CESR has not clarified why public sector bodies are not included in the professional investor category. On a global basis, many are very large and sophisticated investors. Where, as the paper notes, a public sector body is prevented from legislation from being treated as professional, any investment firm wishing to do business with that body will have to do so subject to full conduct of business rules. ISMA does not see why that should be a reason for excluding them, as a group, from the professionals regime*". Anche il legislatore comunitario non deve aver visto una siffatta ragione e le scelte fatte con la MiFID lo confermano appieno.

A meri fini di completezza, si deve altresì ricordare che la definizione di investitori qualificati di cui alla Direttiva 2003/71/CE non menziona, nell'ambito della sotto-categoria pubblicistica, gli enti pubblici che gestiscono il debito pubblico, con ciò attestandosi sulla stessa posizione del CESR. Ne risulta confermato il rilievo innovatore della scelta compiuta con la MiFID (che deve comunque essere letta nel contesto della possibile tripartizione della clientela, mai applicabile in materia di offerta pubblica).

3605/93). Il Regolamento (CE) n. 2223/96 ha poi sostituito il predetto sistema contabile con il Sistema europeo dei conti nazionali e regionali nella Comunità ("**SEC 95**").³

10. Da questo pur generale riferimento, si può trarre un'importante indicazione per cercare di individuare l'esatto significato della terminologia utilizzata dalla MiFID; indicazione alla quale pare oltremodo opportuno attenersi in materia di gestione del debito pubblico, se è vero che, dalla sua entrata in vigore nel 2000, "*il SEC 95 costituisce il quadro di riferimento concettuale formalmente vincolante all'interno dell'Unione europea*".⁴

Nella misura in cui rilevi la gestione del debito pubblico, deve essere considerata la pubblica amministrazione nel suo complesso (secondo le articolazioni proprie di ciascuno Stato membro), indipendentemente dal livello al quale l'ente di volta in volta interessato si collochi.

11. Rileggendo l'Allegato II sulla base di questa prospettiva sembra possibile affermare in modo abbastanza netto che gli enti territoriali italiani (sia le Regioni sia gli enti locali) devono in ogni caso considerarsi clienti professionali di diritto in quanto enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico.
12. È doveroso sottolineare come a questa prima conclusione ci conduca non solo la sistematica definitoria e concettuale del SEC 95, ma anche (come è del resto naturale, essendo alla prima ispirata) la normativa italiana relativa al cd. Patto di Stabilità Interno come disciplinato a partire dall'art. 28 della Finanziaria 1999 (Legge 448/1998), e progressivamente raffinato dalle Leggi Finanziarie successive. Tra queste spicca la Finanziaria del 2002 (Legge 448/2001), il cui art. 41 ha portato all'emanazione da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze del regolamento 1 dicembre 2003 sull'accesso ai mercati di capitali da parte degli enti territoriali e delle relative circolari interpretative.⁵
13. In proposito, risulta particolarmente rilevante la circostanza che (in forza del comma 2 del citato art. 41 e delle rispettive norme di attuazione) gli enti territoriali risultano per legge incaricati della gestione del debito, in quanto obbligati a stipulare accordi finalizzati alla gestione medesima, pena il divieto di accedere al mercato dei capitali. Ciò appare del resto coerente con il nuovo art. 119 Cost. che ha suggellato il passaggio da un sistema di finanza derivata ad un sistema di finanza decentrata.

Interpretazione sistematica delle categorie di clienti pubblicistiche della MiFID

14. Al fine di testare la robustezza del percorso interpretativo suggerito appare utile considerarne le implicazioni sistematiche rispetto alle componenti pubblicistiche della classificazione della clientela nella MiFID. In particolare, emerge la seguente quadripartizione dei clienti professionali pubblici:

³ L'originaria definizione di "pubblico" riportata nel testo è stata ricaratterizzata, in ossequio alla nuova nomenclatura, come tutto ciò che riguarda il settore «amministrazioni pubbliche», suddiviso nei sottosettori «amministrazioni centrali», «amministrazioni di Stati federati», «amministrazioni locali» quali sono definite nel SEC 95. Le sezioni da 2.60 a 2.73 del SEC 95 recano le definizioni delle menzionate unità istituzionali e le relative spiegazioni metodologiche.

⁴ Cfr. la Premessa del Manuale del SEC 95 sul disavanzo e sul debito pubblico, 2^a edizione, 2002.

⁵ Proprio in seguito a questi sviluppi regolamentari, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sugli effetti e tecniche di controllo dei flussi di finanza pubblica in ordine all'andamento del debito con particolare riferimento alla componente non statale, il 24 marzo 2004 il Direttore Generale del Tesoro affermava innanzi alla commissione Programmazione Economica, Bilancio del Senato che "*il debito pubblico è rappresentato dal debito dell'aggregato della Pubblica Amministrazione come definito nel SEC 95*".

- (a) i governi nazionali (vale a dire gli Stati) sono da considerarsi clienti professionali di diritto e, ove applicabile, controparti qualificate di diritto;
 - (b) i governi regionali (ivi comprese le Regioni ed enti stranieri simili) sono da considerarsi clienti professionali di diritto;
 - (c) gli enti/organismi pubblici non già ricompresi nelle precedenti categorie, appartenenti a qualunque livello delle amministrazioni pubbliche, sono da considerarsi clienti professionali di diritto solo se incaricati della gestione del debito pubblico;
 - (d) laddove non vi sia gestione del debito pubblico, gli enti/organismi pubblici diversi dai governi nazionali e regionali ricadono nella categoria degli organismi del settore pubblico di cui alla parte II dell'Allegato II e possono quindi essere trattati come clienti professionali solo su richiesta.
15. La *ratio* della distinzione tra governi nazionali e governi regionali rispetto alla classificazione quali controparti qualificate è illustrata dal tenore letterale dell'art. 24(2) MiFID, dove si menzionano i governi nazionali "e i loro corrispondenti uffici", compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito. Pertanto, pare corretto limitare al solo livello dell'amministrazione centrale di uno Stato la disapplicazione integrale e generalizzata (vale a dire, per tutti gli uffici corrispondenti a tale settore dell'amministrazione pubblica) delle regole poste dalla MiFID a protezione degli investitori.
16. Tali precisazioni risultano peraltro particolarmente utili anche nel giustificare una distinzione tra livello regionale e livello locale delle amministrazioni pubbliche: gli enti di cui al primo livello, ricompresi nella categoria dei governi regionali, quali clienti professionali di diritto sempre e in via generalizzata; gli enti di livello locale, quali clienti professionali di diritto solo se incaricati della gestione del debito. Tale distinzione può quindi giustificare e al tempo stesso confermare la scelta di espandere la categoria dei clienti professionali di diritto sino a ricomprendere anche le amministrazioni locali.
17. La solidità della ricostruzione complessiva così effettuata appare ulteriormente rinforzata dal trattamento che ne consegue per la categoria residuale degli organismi del settore pubblico non altrimenti qualificati. Pur superando l'eccessivamente restrittiva impostazione del CESR, infatti, nemmeno la MiFID intende attrarre indistintamente nella categoria dei clienti professionali di diritto tutti gli organismi del settore pubblico di livello locale.

Conclusioni

18. In sintesi, ricondurre gli enti territoriali italiani alla categoria dei clienti professionali di diritto nei limiti e con le modalità che si sono in precedenza espresse appare un importante passo verso un'attuazione della MiFID in Italia i cui benefici possano effettivamente superarne (o almeno bilanciarne) i notevoli costi.
19. La proposta interpretazione sembra inoltre coerente con l'impostazione di fondo della Direttiva. In particolare, si sposa con l'obiettivo della responsabilizzazione degli investitori,⁶ specificamente evocato in materia di classificazione della clientela al

⁶ Trattasi di una componente cruciale del più ampio fenomeno della cd. *investor education*, forse non sufficientemente valorizzato nel dettato normativo della MiFID e delle misure di attuazione, ma certo ben presente nello spirito della nuova regolamentazione dei mercati di strumenti finanziari, che ben

penultimo paragrafo della parte I dell'Allegato II, il quale assume particolare pregnanza nel settore della finanza pubblica italiana.⁷

20. Spetterà dunque agli enti territoriali e/o agli altri enti/organismi pubblici che ricadranno nella categoria dei clienti professionali di diritto attivare il proprio (inderogabile) diritto di richiedere un livello più elevato di protezione ogniqualvolta, sulla base delle informazioni che saranno comunque dovute loro (anche se professionali), ritenessero di non essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti.
21. Sarebbe in ogni caso incongruo che, per malintese finalità cautelative, venisse imposta un'uniformazione verso il basso di tutto il settore pubblico. La professionalità (di diritto) delle pubbliche amministrazioni è infatti già riconosciuta nell'ordinamento vigente e, in particolare, nel DM 468/1998 in materia di requisiti di professionalità degli esponenti aziendali delle imprese di investimento.⁸
22. Che in alcuni casi si possa trattare di una professionalità limitata (o, più precisamente, mirata) rispetto a quella dei tipici investitori istituzionali o controparti qualificate è del tutto coerente con gli strutturali limiti operativi e normativi che caratterizzano l'accesso ai mercati di capitali da parte della maggior parte degli enti pubblici.⁹ È inoltre il caso di ricordare come il regime applicabile ai clienti professionali ai sensi della MiFID risulti ad ogni modo assai più pervasivo e rigoroso di quello sino a ieri applicabile agli operatori qualificati di cui all'art. 31 del regolamento intermediari della CONSOB.
23. Si deve infine evitare il rischio che, restringendo eccessivamente la categoria dei clienti professionali di diritto e perciò oberando con troppe informazioni clienti chiaramente più sofisticati del tipico investitore retail (per i quali è stato infatti calibrato un diverso regime informativo), si finisca per annullare la funzione informativa/educativa del nuovo regime limitandosi ad incrementare la mole di documentazione che gli operatori dovranno produrre senza che i loro clienti gli dedichino l'attenzione necessaria. Tale fenomeno è del resto comunemente evidenziato dagli studi in materia di regolamentazione finanziaria: un eccesso di regolamentazione (di cui la classificazione indiscriminata come retail degli enti pubblici rappresenta un'ottima esemplificazione pratica) rischia di indurre fenomeni di moral hazard, vale a dire di comportamenti eccessivamente rischiosi o disinvolti, indotti e/o esacerbati dal convincimento più o meno consapevole di essere protetti contro ogni rischio.

* * *

difficilmente potrà raggiungere i propri ambiziosi obiettivi senza netti miglioramenti sul fronte di una maggior diffusione della cultura finanziaria.

⁷ Nella medesima audizione al Senato ricordata alla nota 5 che precede, il Direttore Generale del Tesoro ha anche avuto modo di sottolineare l'importanza che "i criteri di ricorso al mercato siano ispirati ad una accorta gestione, volta a salvaguardare gli equilibri finanziari tanto in ambito locale quanto nel quadro generale della finanza pubblica, facendo sì che criteri prudenziali e professionalità sovrintendano alla gestione del debito a tutti i livelli" (p. 3); e che, "in un contesto di estensione della facoltà di usufruire in maniera più flessibile degli strumenti presenti sui mercati finanziari, è stato nel contempo posto l'accento sulla responsabilizzazione degli enti, sia in relazione alla convenienza delle condizioni finanziarie che con riguardo alla distribuzione degli oneri nel corso del tempo" (pp. 14-15, enfasi aggiunte).

⁸ Si menziona, tra gli altri, un triennio di esperienza consistente nell'espletamento di funzioni amministrative o dirigenziali presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni che non hanno attinenza con i predetti settori, purché le funzioni ricoperte comportino la gestione di risorse economico-finanziarie.

⁹ Sui limiti operativi propri degli enti territoriali di minori dimensioni si rimanda ancora una volta alla relazione del Direttore Generale del Tesoro (cfr. in particolare pp. 5 e 7). Gli equivalenti limiti normativi sono ovviamente rappresentati dalla regolamentazione incentrata sul ricordato art. 41 della Legge 448/2001.