

Spett.le
Ministero dell'Economia e delle Finanze
Dipartimento del Tesoro
Direzione IV
ROMA

Roma, 23 novembre 2007

Oggetto: applicazione normativa MIFID agli enti locali

In riferimento alla procedura di consultazione pubblica sul regolamento recante definizione dei clienti professionali pubblici ai fini del recepimento della MIFID, ci è gradita l'occasione per presentare le nostre osservazioni.

La Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 Aprile 2004 (MiFID "Markets in Financial Instruments Directive") costituisce un passo importante verso la costruzione di un mercato finanziario integrato efficace e competitivo all'interno dell'Unione Europea (UE). Uno degli obiettivi primari della direttiva consiste nel garantire adeguati livelli di protezione degli investitori, individuando in capo alle imprese di investimento l'obbligo di fornire ai clienti le informazioni sufficienti perchè gli stessi possano effettuare scelte di investimento consapevoli. In particolare, la Direttiva stabilisce che le imprese di investimento classifichino la propria clientela riconducendola a tre distinte tipologie: investitori retail, investitori professionali e controparti qualificate. Tale suddivisione in classi risponde all'esigenza di evidenziarne il diverso livello di "sostanzializzazione finanziaria" a cui associare obblighi informativi differenziati.

In Italia, così come stabilito dall'art. 6 comma 2-sexies del D. Lgs. 17.9.2007 n. 164 (che ha recepito la Direttiva MiFID a livello di legislazione primaria modificando il c.d. Testo Unico della Finanza) il Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentita la Banca d'Italia e la Consob, è chiamato ad individuare con regolamento i clienti professionali pubblici nonché i criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali.

Allo stato attuale la classificazione adottata per il settore pubblico da alcuni dei principali paesi UE è la seguente:

- Austria: Regioni e città sono classificati come investitori professionali
 - Germania: Stati e città sono stati classificati come investitori professionali.
 - Svezia: Regioni e città sono tutti classificati come investitori professionali,
 - Spagna: Regioni e città sono tutti classificati come investitori professionali
- mentre l'applicazione negli altri paesi è ancora in fase di definizione.

Il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha delineato una bozza di "Regolamento recante la definizione dei clienti professionali pubblici, criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e relativa procedura di richiesta". Tale Regolamento, all'articolo 1, definisce come cliente professionale pubblico "*un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di operazioni e di investimenti finanziari e per valutare correttamente i rischi che assume*". All'articolo 2 poi indica come clienti professionali pubblici:

- i soggetti pubblici individuati come controparti qualificate ai sensi di quanto stabilito all'art. 6 comma 2-quater, lettera d) del decreto legislativo n. 58 del 1998

- le regioni.

I clienti professionali pubblici, come sopra individuati, mantengono sempre e comunque la possibilità di richiedere al prestatore del servizio di essere trattati come clienti al dettaglio e possono perciò convenire per iscritto con l'intermediario di ricevere un livello più elevato di protezione.

1. Il ruolo istituzionale dei comuni e delle regioni

La norma del Regolamento che definisce le regioni come clienti professionali si ricollega al dettato dell'art. 117 della Costituzione, che assegna allo Stato e alle regioni potestà legislativa concorrente in materia di armonizzazione dei bilanci pubblici e coordinamento della finanza pubblica e del sistema tributario.

L'art. 114 della Costituzione, però, assegna anche a comuni, province e città metropolitane il ruolo di elementi costitutivi della Repubblica, riconoscendo loro la caratteristica di enti autonomi con propri statuti, poteri e funzioni.

L'articolo 119 della Costituzione, inoltre, attribuisce, non solo alle regioni, ma anche a comuni, province e città metropolitane autonomia finanziaria di entrata e di spesa.

Dalla bozza di Regolamento emerge che, mentre alle regioni è attribuita di "diritto" la qualifica di cliente professionale pubblico, agli altri enti locali tale qualifica risulta attribuibile solo su "richiesta" degli stessi e comunque sulla base dell'esistenza e della verifica di precisi requisiti e con l'esperimento di una precisa ed elaborata procedura formale.

2. L'accesso al mercato dei capitali

La netta distinzione di trattamento che la bozza di Regolamento opera tra regioni e altri enti locali sembra, quindi, penalizzare i gli enti locali identificabili nelle aree metropolitane i quali rivestono un ruolo di primo piano nell'ambito del panorama economico, sociale e culturale nazionale. Molti di essi, come le Regioni, sono stati negli ultimi anni protagonisti con proprie operazioni sul mercato dei capitali e d'ora in poi per poter operare dovrebbero seguire un iter più articolato, vedendosi ridotte le opportunità derivanti da un dialogo continuativo con gli intermediari finanziari.

Questa categoria di enti locali, per realizzare le proprie operazioni finanziarie, si è nel tempo già dotata di procedure interne di trasparenza dei conti e di verifica degli stessi da parte di soggetti terzi¹ (agenzie di rating) e hanno anche ampiamente dimostrato di possedere *"l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di operazioni e di investimenti finanziari e per valutare correttamente i rischi che assume"* previste dalla norma in questione e riconosciuta ope legis a favore di tutte le regioni.

Inoltre, i grandi comuni rappresentano di fatto realtà di dimensioni rilevanti che gestiscono attività complesse, coordinando un settore pubblico allargato anche ad una serie di società comunali che svolgono attività considerate d'importanza strategica nella prestazione di servizi al cittadino. Alcune di esse operano da anni attivamente sui mercati finanziari attraverso strutture organizzative interne

¹ Tutti i rating assegnati alle città in esame, così come nel caso delle regioni, rientrano ampiamente nella categoria *"investment grade"* che riconosce un grado di solvibilità finanziaria più che adeguato.

altamente professionali, essendo quotate in borsa, provviste di rating da parte di agenzie specializzate ed avendo realizzato operazioni finanziarie sui mercati dei capitali.

La progressiva riduzione dei trasferimenti da parte dello Stato - nell'ambito dell'obiettivo di contenere la spesa pubblica - insieme con l'avviato processo di federalismo fiscale, hanno determinato un mutamento nello scenario tradizionale di finanziamento delle amministrazioni territoriali, consentendo maggiore spazio ad iniziative autonome di finanziamento attraverso i mercati.

L'entrata in vigore della Legge n. 724/94 e del DM n. 420/96 hanno regolamentato la disciplina di accesso al mercato dei capitali da parte degli enti territoriali, che hanno avuto così la possibilità di finanziarsi attraverso l'emissione di prestiti obbligazionari sui mercati internazionali dei capitali. La maggiore concorrenza di un mercato sino ad allora ristretto al solo credito bancario ha determinato un consistente abbassamento degli spread di finanziamento, con benefici sui bilanci degli enti.

I comuni di maggiori dimensioni sono stati attori non secondari del mercato, emettendo titoli in più occasioni e per importi anche rilevanti. Mentre numerose operazioni sono state indirizzate sul mercato domestico, emissioni internazionali hanno riguardato:

Comuni	Milano		Roma		Napoli		Firenze		Venezia		Verona	
	2005	€ 1.685m	1999	€133m	1996	\$195m	1999	\$30m	2002	€115m	2006	€257m
		2003	€600m	2004	€400m	1999	€14m	2002	€156m			
		2004	€400m			2001	€74m	2006	€15m			
		2005	€400m			2005	€204m					

3. Le dimensioni dei bilanci

Il bilancio dei comuni insistenti sulle aree metropolitane è simile a quello di molte regioni di dimensioni non solo piccole:

- le entrate di Roma e Milano (EUR 3,5 e 2,1 miliardi rispettivamente) sono in linea con quelle di regioni come Marche (EUR 3 miliardi) e Abruzzo (EUR 2,7 miliardi);
- il debito di Napoli (EUR 1,3 miliardi) e Torino (EUR 2,9 miliardi) è consistentemente superiore a quello di regioni come Toscana (EUR 1,3 miliardi) o Emilia-Romagna (EUR 2,2 miliardi);
- anche i comuni meno indebitati fra quelli della categoria in esame, come Venezia, hanno un indebitamento (EUR 300 milioni) in linea con quello di Basilicata (EUR 200 milioni) o Umbria (EUR 600 milioni).

Proprio le esigenze finanziarie dei comuni, generalmente superiori rispetto alle regioni per i più consistenti investimenti da realizzare a livello locale, **rendono necessaria la possibilità per i Comuni di diversificare le proprie fonti di finanziamento e pertanto di avere un canale di accesso al mercato dei capitali che sia veloce ed efficiente che consenta di ottenere le migliori condizioni economiche.** Questo accesso rischia di essere limitato dal ruolo di clienti al dettaglio che si vorrebbe loro attribuire.

4. Conclusioni

La netta distinzione di trattamento che la bozza del Regolamento prevede tra regioni e enti locali penalizza i comuni insistenti sulle aree metropolitane e che già fanno utilizzo dei mercati dei capitali per rendere più efficiente e meno oneroso il reperimento di fondi

In particolare a nostro avviso:

- Il quadro normativo definito dagli articoli 114, 117 e 119 della Costituzione non sembra consentire di attribuire alle sole regioni la qualifica di “clienti professionali pubblici”;
- Le dimensioni del bilancio e dell’indebitamento dei grandi comuni sono simili a quelle di molte regioni e rispecchiano le maggiori esigenze finanziarie di tali realtà, determinando un loro maggiore attivismo sul mercato dei capitali;
- I grandi comuni spesso svolgono il ruolo di coordinatore all’interno di un settore pubblico allargato che comprende una serie di società partecipate quotate in borsa che svolgono attività considerate d’importanza strategica
- Queste Amministrazioni sono in grado di valutare adeguatamente ed appropriatamente gli strumenti finanziari e posseggono strutture manageriali adeguate;
 - Competenze che sono parte determinante del rating assegnato dalle agenzie. Infatti il rating non tiene conto solo dei fondamentali di bilancio ma anche l’esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di operazioni e di investimenti finanziari e per valutare correttamente i rischi che assume
 - Non si può escludere, che qualora il Tesoro Italiano dovesse ritenere che gli Enti Locali non sono competenti nella loro gestione finanziaria, le agenzie di rating possano decidere di rivalutare il merito di credito a loro assegnato. Questo avrebbe ovviamente effetti negativi sul costo di finanziamento dell’ente.
- La classificazione di soggetto retail renderebbe più difficile mantenere il rapporto e dialogo con investitori istituzionali, intermediari finanziari e altri soggetti professionali che operano sui mercati. In aggiunta per gli Enti che hanno già sottoscritto documenti finanziari quali ISDA Master Agreement e/o EMTN Programmes (sottoscritti inizialmente sulla base di essere soggetto professionale) vi potrebbe essere la necessità di procedere alla loro modifica e/o chiusura
- Sarebbe importante valutare il potenziale aggravio sul costo di finanziamento del sistema Italia a seguito di una eventuale revisione a ribasso dei rating e minore domanda di titoli da parte di investitori professionali. Nonché il potenziale costo aggiuntivo derivante dalla diminuzione delle controparti a cui i Comuni potranno fare riferimento qualora dovessero essere qualificati come retail. Infatti è importante notare che quasi la totalità delle primarie istituzioni finanziarie internazionali non sono strutturate per operare con soggetti Retail. Questo porterebbe ad una situazione di eccesso di dipendenza del settore bancario domestico da parte degli enti

Il Regolamento Consob 11522/98, precedentemente in vigore, all’articolo 31 definiva “operatori qualificati” anche tutti gli Enti “*emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati*”.

Il mantenimento della qualifica di cliente professionale pubblico per la categoria di comuni insistenti sulle aree metropolitane che hanno emesso strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati sarebbe in linea con la loro comprovata esperienza ed attività svolta e comunque non pregiudicherebbe la possibilità per gli stessi di ottenere, previa esplicita richiesta e accordo scritto con l’intermediario, il trattamento quale clienti al dettaglio.

In subordine potrebbe essere considerata l'attribuzione della qualifica di cliente professionale pubblico per la categoria di comuni insistenti sulle aree metropolitane e che abbiano realizzato emissioni obbligazionarie di valore nominale o nozionale complessivo superiore a EUR500 milioni sul mercato domestico, o in alternativa almeno EUR100m quotati su mercati regolamentati esteri, sarebbe in linea con la loro comprovata esperienza ed attività svolta e comunque non pregiudicherebbe la possibilità per gli stessi di ottenere, previa esplicita richiesta e accordo scritto con l'intermediario, il trattamento quale clienti al dettaglio.