

SCAMBI SU MERCI E DERIVATI SU COMMODITIES

QUALI PROSPETTIVE?

a cura di MARCO LAMANDINI e CINZIA MOTTI

SCAMBI SU MERCI E DERIVATI SU COMMODITIES

ISBN 88-14-12579-1



UTET

294

Quaderni di
**GIURISPRUDENZA
COMMERCIALE**

Parte II

**DISCIPLINA DEI CONTRATTI DERIVATI
SU COMMODITIES E GARANZIE**

MICHELE LOBUONO, <i>I derivati su merci fra contratto e new properties</i>	447
CINZIA MOTTI, <i>La «finanziarietà» dei commodity derivatives; prime riflessioni a margine della Direttiva MIFID</i>	485
DINO ALBERTO MANGIALARDI e ADRIANA ADDANTE, <i>Commodity derivatives tra diritto e mercato</i>	521
FRANCESCO CORLETO, <i>I contratti futures su prodotti agricoli ed il Chicago Board of Trade</i>	581
DOMENICO VITI, <i>Le forme di price risk management nell'attività di farming alla luce della riforma delle politiche agricole nell'UE e negli USA</i> . .	611
PIERLUIGI DE BIASI, <i>I contratti standard e il limite dell'ordine pubblico</i> . . .	633
COSIMO SASSO, <i>L'iscrizione in bilancio dei contratti derivati su «commodities»</i>	673
MARCO MAUGERI, <i>Il regime giuridico dei margini e l'operatività in derivati su commodities</i>	703
FRANCESCO MACARIO, <i>I contratti di garanzia finanziaria</i>	735

Parte III

MERCATI EMERGENTI

FILIPPO ANNUNZIATA, <i>L'atmosfera come bene negoziabile. I contratti di cessione di quote di emissione tra tutela dell'ambiente e disciplina del mercato finanziario</i>	777
ALBERTO CLÒ e MASSIMILIANO MARZO, <i>I mercati dei derivati sull'energia e sul gas: quali prospettive per l'Italia</i>	801
FEDERICO MARIA MUCCIARELLI, <i>Il nuovo mercato elettrico italiano: profili istituzionali</i>	831
FABIO POLLETTINI, <i>Assetti istituzionali del mercato del gas naturale in Italia e primi passi verso la nascita di una borsa del gas</i>	861

MARCO LAMANDINI

**SCAMBI SU MERCI E DERIVATI SU COMMODITIES:
UN'INTRODUZIONE**

1. Lo studio, in prospettiva giuridica, delle borse merci è da lungo tempo negletto in Italia: le ultime opere che affrontano in modo ampio e sistematico l'argomento sono degli ultimi anni Settanta⁽¹⁾. La letteratura giuridica che ha affrontato, in senso lato, il tema, si è più di recente concentrata essenzialmente sui profili contrattuali delle operazioni che hanno luogo nelle borse merci o *over the counter*⁽²⁾, peraltro nel quadro di più ampie ricerche sui derivati in genere (e polarizzando in esse l'attenzione principalmente sui derivati finanziari aventi come sottostante strumenti finanziari, tassi di interesse o altri indici diversi da una *commodity*)⁽³⁾. Non mancano, certo, interventi specifici, anche pregevoli, che hanno riguardo a taluni particolari contratti derivati ricondu-

(1) Sono i lavori di CAPRARA, *Borse merci e mercati a termine di borsa*, Milano, 1978 e di SANTINI, *Il commercio. Saggio di economia del diritto*, Bologna, 1979, 33 ss. Ad esse vanno aggiunte le voci enciclopediche curate da COLTRO CAMPI, *Borsa merci. Diritto straniero e comparato*, in *Enc. giur.*, 1988 e SANTINI, voce *Borsa merci*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Torino, 1987, 270. Per un quadro d'insieme della disciplina sulle borse agricole v. AMADEI, *Guida alle borse merci*, Bologna, 2003.

(2) Sulla scorta del lavoro pionieristico di SANTINI, *La vendita per filière*, Padova, 1951. V. anche SALAMONE, *Adempimento e rischio nei contratti di borsa merci*, ed. provv., Roma, 1996.

(3) Senza pretesa di completezza, v. almeno CIRIO e BRAGGIO, *Futures e opzioni. I contratti, gli intermediari, le borse merci*, Milano, 1992; CAPUTO NASSETTI, *Profili civilistici dei contratti "derivati" finanziari*, Milano, 1997; PERRONE, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, Milano, 1999; DE BIASI, *Strumenti ben temperati*, Siena, 2000; GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2001.

cibili (almeno in prospettiva comunitaria, al ricorrere di certe condizioni, come si dirà) a quelli su *commodities*, come nel caso dei derivati meteorologici: ma si tratta di contributi episodici, che allo stato appaiono ancora più il “precipitato” di occasionali “incontri” professionali con questi “esotici” prodotti dei più avanzati mercati finanziari internazionali che non il frutto di una complessiva e meditata risistemazione concettuale dell’intera materia (anche alla luce delle rilevanti novità regolatorie di origine comunitaria). Diverso e assai più articolato è, naturalmente, il panorama della letteratura straniera, specialmente di lingua inglese, sull’argomento. Seppure infatti, anche in tale contesto, le trattazioni monografiche di impronta giuridica siano piuttosto rare (sicché resta forte l’impressione che per il giurista la materia costituisca in genere “terra incognita”), non mancano lavori — anche relativamente recenti e in taluni casi frutto di pregevoli approfondimenti in sede istituzionale — dedicati tanto ai profili giuridici e finanziari dell’organizzazione dei mercati su *commodities* quanto alla disciplina dei contratti⁽⁴⁾. Imponente — a quest’ultimo riguardo — è poi lo sforzo di chiarificazione e di standardizzazione contrattuale che promana dalle associazioni degli operatori, e specialmente dall’ISDA (*International Swaps Dealers Association*) di New York, attraverso l’elaborazione e il costante aggiornamento di *Master Agreements* e di “*guidelines*” che fungono da vere e proprie fonti di produzione (e di cognizione) di *soft law*.

2. Non è tuttavia a credere che al disinteresse recente della letteratura giuridica corrisponda un analogo disinteresse da parte

⁽⁴⁾ Basti ricordare, senza alcuna pretesa di completezza, dopo i più risalenti lavori di REES, *Britain’s Commodity Markets*, London, 1972 e di NAPPI, *Commodity Market Controls*, Lexington, 1980, BLANK&CARTER COLIN, *Futures and Options markets: Trading in Financials and Commodities*, London, 1991; COURTNEY, *From Forum To Futures. 2000 Years of Britain’s Commodity Markets*, London, 1991; PHILIPS, *Commodity, Futures and Financial Markets*, London, 1991; REUTERS, *An Introduction to the Commodities, Energy and Transport Markets*, London, 2000; CLARK, LESOURD&THIEBLEMONT, *International Commodities Trading*, London, 2001; FUSARO, *Energy Convergence: the Beginning of the Multicommodity Market*, New York, 2002.

degli operatori e del legislatore, nazionale e comunitario. I mercati *spot* e *futures* costituiscono infatti un’infrastruttura organizzativa di notevole rilievo a fini di politica industriale, governando (o comunque contribuendo a governare) nei fatti i prezzi delle principali “risorse” necessarie per la produzione industriale e lo sviluppo economico di ciascun paese. Tutt’altro che irrilevante è dunque la loro costituzione (e il loro buon funzionamento) in ambito nazionale, naturalmente ove lo spessore della produzione e delle negoziazioni nazionali ancora lo giustifichi (come tuttavia sembra essere sempre meno di frequente il caso). Dove viceversa la struttura internazionale della produzione e degli scambi renda economicamente irrealistica la costituzione di mercati nazionali *spot* o *futures* in concorrenza con quelli già consolidati, non meno rilevante risulta comunque il disegno comunitario di fondazione di un efficiente e trasparente mercato finanziario integrato che valga, da un lato, a consentire ai mercati regolamentati europei (quali, a menzionare solo quelli già maggiormente consolidati, il Liffe, l’Ipe o il LME londinesi, il MATIF francese, l’EEX tedesco, il Nord Pool di Oslo) di competere efficacemente con i principali mercati mondiali (il CBOT e il CME di Chicago, il NYBOT e il NYMEX/COBEX di New York) e, dall’altro lato, consenta, attraverso il più ampio riconoscimento delle piattaforme multilaterali di negoziazione e, eventualmente, dell’azione degli internalizzatori, di creare — grazie alle opportunità ormai offerte dalla tecnologia — mercati più ampi, più competitivi, meno costosi e più efficienti. Ciò che, visto dalla prospettiva nazionale, non è affatto “neutrale” sul piano del risultato ed è anzi suscettibile di generare o consolidare — anche attraverso l’estensione del beneficio del passaporto comunitario tanto ai mercati regolamentati quanto ai sistemi multilaterali di negoziazione — effetti allocativi e distributivi importanti all’interno dell’area comunitaria (se si considerano, da un lato, il rilievo per l’economia locale che spesso riveste una fiorente industria dei servizi finanziari e, dall’altro lato, gli effetti sui prezzi che questi mercati determinano su merci di impiego primario). Rispetto a tutto ciò è certo opportuno interrogarsi in una prospettiva tanto di breve quanto di medio/lungo periodo.

3. In tale generale contesto di riferimento, le azioni intraprese relativamente di recente dal legislatore italiano hanno riguardato tanto il mercato fisico delle *commodities* quanto quello dei derivati.

a) Con riguardo al primo, merita menzione anzitutto l'art. 30 del d.lgs. 18 maggio 2001 n. 228 recante norme per "l'orientamento e la modernizzazione del settore agricolo". Esso ha infatti significativamente disposto — in riforma dell'organizzazione delle borse merci di cui alla originaria legge 20 marzo 1913 n. 272 — "che le contrattazioni delle merci e delle derrate sono svolte attraverso strumenti informatici o per via telematica" e che "al fine di rendere uniformi le modalità di gestione, di vigilanza e di accesso alle negoziazioni telematiche, le Camere di Commercio adottano apposite norme tecniche idonee a consentire l'accesso alle contrattazioni, anche da postazioni remote, ad una unica piattaforma telematica". La suddetta piattaforma è stata affidata in gestione con decreto del Ministro delle Attività Produttive del 9 marzo 2002 alla società Meteora s.p.a. (già costituita peraltro da Unioncamere e da numerose Camere di Commercio proprio al fine della costituzione di una comune piattaforma telematica nel 2000) ed opera attualmente — seppur con risultati non ancora all'altezza delle aspettative — in fase ancora sperimentale. Un secondo — e forse più importante — mercato *spot* di *commodities* di recente istituzione è il mercato elettrico costituito ai sensi dell'art. 5 del d.lgs. 16 marzo 1999, n. 79 a stregua del quale "la gestione economica del mercato elettrico è affidata ad un gestore del mercato. Il gestore del mercato è una società per azioni, costituita dal gestore della rete di trasmissione nazionale. Esso organizza il mercato stesso secondo criteri di neutralità, trasparenza e obiettività nonché di concorrenza tra produttori, assicurando altresì la gestione economica di un'adeguata disponibilità della riserva di potenza". GME s.p.a. è stata costituita nel 2001 ed ha predisposto nel maggio del medesimo anno il primo regolamento dei mercati; l'avvio delle contrattazioni è tuttavia avvenuto solo nel 2004 a seguito della redazione di un nuovo testo del regolamento (approvato con decreto del Ministro delle Attività Produttive del 19 dicembre 2003). Il GME gestisce, oltre che il mercato elettrico *spot*, anche

il mercato dei c.d. certificati verdi e dei titoli di efficienza energetica. Entrambi i gestori dei mercati *spot* ora ricordati si caratterizzano per la natura essenzialmente privatistica della disciplina riguardante il soggetto gestore (benché nel caso di GME s.p.a. si sia dinanzi ad una "società legale", nella variante della società obbligatoria al pari delle società nate dalla trasformazione in mercati regolamentati dei preesistenti mercati mobiliari): alla disciplina di diritto "comune" della società per azioni non sono infatti apportate deroghe di qualsivoglia natura, pur essendo il gestore sottoposto ai controlli e alla vigilanza pubblica quanto alla regolamentazione del mercato. Peraltro, le contrattazioni — anche in considerazione, si direbbe, della specificità strutturali dei mercati in questione e delle caratteristiche dei relativi operatori — sono rette esclusivamente dal regolamento predisposto dal gestore (e approvato — come si è detto — dal Ministro delle Attività Produttive), senza estensione a questi mercati ed a questi soggetti del complesso apparato di norme imperative di tipo protettivo elaborate per i mercati finanziari. Su detti mercati non si negoziano infatti, allo stato, contratti derivati su merci.

b) Con riguardo al mercato dei derivati, giova invece rammentare che il legislatore italiano — che ancora con la legge n. 1 del 1991, pur identificando la fattispecie dei contratti derivati, non vi aveva ricondotto quelli su *commodities* — ha esteso anche a questi derivati e alle loro negoziazioni sul mercato le regole proprie del mercato finanziario, dapprima con il d.lgs. 23 luglio 1996 n. 415 e poi con il testo unico della finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58) con il quale ha provveduto per l'appunto: *i*) a ricondurre alla fattispecie degli strumenti finanziari derivati "i contratti futures su merci quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti, nonché i contratti di scambio a pronti e a termine (*swaps*) su merci, i contratti a termine collegati a merci e i contratti di opzione su merci *anche* quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti"; e per l'effetto *ii*) a rendere di conseguenza applicabili anche ai mercati per la negoziazione di tali particolari strumenti finanziari le regole di organizzazione proprie dei mercati regolamentati nonché le disposizioni in materia di mercati non

regolamentati dettati dal testo unico; *iii*) a riservare agli intermediari autorizzati l'attività di negoziazione e raccolta di ordini aventi ad oggetto tali contratti; e *iv*) a sottoporre anche le operazioni su tali strumenti finanziari, purché negoziati sui mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione europea, alla disciplina in tema di abuso di informazioni privilegiate e di aggrigotaggio.

4. Le scelte, restrittive e rigorose, effettuate dal legislatore nazionale con il testo unico della finanza senza che vi fosse al tempo alcun vincolo in tal senso derivante dalla legislazione comunitaria, si sono rivelate *solo in parte* anticipatrici del successivo approdo della disciplina di armonizzazione. Benché infatti il legislatore italiano sembri aver colto in anticipo l'aspetto della necessaria integrazione tra mercati finanziari e mercati di derivati su *commodities*, valutando che i problemi di *policy* posti dai mercati *future* su *commodities* sono più prossimi a quelli propri dei mercati finanziari e possono di conseguenza derivare da essi regole di condotta più appropriate di quelle che verrebbero dai mercati *spot* delle medesime *commodities*, la scelta di imporre una piena equiparazione sul piano della disciplina tra mercati finanziari in senso stretto e mercati *futures* su *commodities* ha forse prodotto il perverso effetto di rallentare l'emersione di mercati *futures* su *commodities* in Italia e comunque non esce confermata — e se ne discute diffusamente in più d'uno dei contributi qui raccolti — né dalla direttiva 2003/6/CE in tema di *market abuse* né dalla direttiva 2004/39/CE in tema di mercati finanziari (c.d. direttiva "Mifid"). Entrambe queste direttive, infatti, attraggono sì i derivati su *commodities* (peraltro identificati dall'allegato I lettera C della direttiva Mifid in modo non coincidente con quanto si legge all'art. 1 del testo unico) entro la fattispecie degli strumenti finanziari e, conseguentemente, riconducono la disciplina sia degli intermediari che operino su tali strumenti sia dei mercati che li riguardano a quella dei mercati finanziari, ma l'equiparazione è più apparente che reale, giacché le direttive al tempo stesso individuano, rispetto ai derivati su *commodities*, specifiche ed importanti deroghe alla disciplina generale. Tali deroghe risultano in particolare idonee,

da un lato, a consentire agli operatori specializzati nel *trading* di *commodities* di continuare ad operare per conto proprio e anche per conto terzi su tali mercati pur in difetto della qualifica di impresa di investimento (a condizione che tale attività per conto terzi risulti a titolo accessorio) e, dall'altro lato, a ritagliare per questi particolari mercati esenzioni dall'applicazione di numerose regole costrittive (anche in tema di trasparenza) proprie dello statuto "ordinario" dei mercati finanziari, in specie ove le prassi di mercato dimostrino l'estraneità di tali regole rispetto alle aspettative ragionevoli dei partecipanti a tale mercato. Si realizza in tal modo la (faticosa) mediazione "politica" tra i modelli continentali e quello inglese (nel quale l'Order 544 del 2001 della FSA aveva escluso dai vincoli regolatori propri del mercato finanziario ogni attività di *hedging* "in relation to futures, options and contract for differences if the company engaged in that does it to limit risks out of changes in prices", così distinguendo tra *trading* con finalità di copertura e *trading* con finalità di investimento), con una soluzione "originale" ed intermedia tra gli estremi opposti dell'integrale rinvio all'autodisciplina e dell'integrale applicazione dello "statuto" dei mercati finanziari; una soluzione che si discosta peraltro profondamente anche dal modello nordamericano fatto proprio dal *Commodities Exchange Act* come modificato dal *Commodities Futures Modernisation Act del 2000*, incentrato su di un sistema autonomo di regole differenziato per "regulated markets" e "exempt markets" e vigilato da una speciale autorità di controllo.

5. Con queste premesse a fare da sfondo, il gruppo di lavoro di cui sono qui raccolti i contributi ha, dunque, inteso tentare una prima sistematica ricognizione dello stato attuale della disciplina dei mercati e dei contratti *futures* su *commodities*, nella speranza di contribuire ad un più ampio ed articolato dibattito sul futuro di questi mercati anche alla luce della direttiva Mifid di imminente attuazione. A tale fine il lavoro, dopo una preliminare, faticosa, ma per molti aspetti illuminante, ricognizione dello sviluppo storico dei mercati su merci, si è articolato su due distinti (ma coordinati) profili: quello, da un lato, dei profili istituzionali e organizzativi dei sistemi di contrattazione aventi ad oggetto derivati

su *commodities* e quello della standardizzazione di tali contratti e dei profili problematici, in una prospettiva civilistica, da essi posti.

6. Con riguardo al primo profilo, il gruppo di lavoro ha esaminato le principali soluzioni organizzative e gestionali per la creazione di sistemi di scambi organizzati di *commodity derivatives* (sia quali mercati regolamentati, sia quali sistemi di contrattazione alternativi) attualmente ammesse dall'ordinamento italiano, ponendole a confronto con le esperienze dei più importanti mercati esteri. Ha poi provveduto ad un esame delle novità introdotte dalle direttive comunitarie 2003/6 e 2004/39 (che si sono potute esaminare avvalendosi anche delle testimonianze — dall'interno del processo di formazione legislativa — di Carmine Di Noia e Nicoletta Pollio e Daniele Ciani nonché dalle riflessioni di Renzo Costi e, in prospettiva comparata, di Rainer Kulms) e dei prevedibili risvolti applicativi di esse. In tale contesto si è analizzato, specie da Cinzia Motti, Francesco Vella e Maurizio Ragno, il processo di integrazione tra mercati di *financial e commodities derivatives*, constatando, da un lato, le non poche distorsioni sul piano della concorrenza determinate dalle asimmetrie normative in tema di requisiti patrimoniali per l'esercizio delle attività di gestione dei mercati (regolamentati o alternativi) e, dall'altro lato, il diverso atteggiarsi del rapporto di coesistenza tra mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione prima e dopo la direttiva Mifid, anche nell'ottica di un esercizio congiunto di più mercati (regolamentati e non) da parte del medesimo gestore. Attenzione è stata dedicata inoltre ai profili organizzativi del gestore e alla sua *governance*: si pongono infatti, in tale contesto, non pochi interrogativi sia riguardo agli assetti proprietari (mutualistici, demutualizzati e a proprietà diffusa, a proprietà pubblica) "desiderabili" in funzione della natura di "bene pubblico" dell'attività svolta sia circa il codice causale (lucrativo o antilucrativo) dell'organizzazione societaria sia infine circa il diverso atteggiarsi della vigilanza prudenziale rispetto al gestore di mercati regolamentati e al gestore di sistemi multilaterali di negoziazione (in funzione, si direbbe, della più forte relazione "persona-

lizzata" con l'autorità di vigilanza che contraddistingue i mercati regolamentati). Ad Alessandro V. Guccione si deve l'attenta analisi dei sistemi di compensazione e garanzia per i mercati su *commodities*, i quali rivestono un ruolo centrale non solo a livello operativo ma addirittura a livello qualificatorio, costituendo uno dei principali indici di "finanziarietà" dei derivati su *commodities* ai sensi dell'allegato I, lettera C, punti 7 e 10 della direttiva 2004/39. L'analisi è condotta avendo riguardo tanto alle caratteristiche organizzative dei sistemi di *clearing* e di *central counterparty* diffuse sia a livello di mercati multilaterali che a livello di scambi OTC quanto ai problemi di concorrenza esistenti sia a livello di servizi per transazioni nazionali (tradizionalmente caratterizzate dalla presenza di un unico operatore) sia *cross-border* (aperti alla concorrenza oligopolistica di alcuni grandi operatori stranieri). Nel delineare le linee evolutive dei sistemi di *settlement* sono stati analizzati attentamente i problemi normativi posti dalle direttive 98/26/CE sulla *settlement finality* (attuata in Italia con il d.lgs. 210 del 2001) e 2002/47/CE sui contratti di garanzia finanziaria (attuata in Italia con il d.lgs. 21 maggio 2004, n. 170) nonché — anche qui — l'impatto della direttiva Mifid, la quale, agli artt. 34, 35 e 46 apre alla concorrenza il sistema di controparte centrale e di compensazione riconoscendo il diritto alle imprese di investimento, ai gestori di sistemi multilaterali di negoziazione e di mercati regolamentati di scegliere il gestore dei servizi di *settlement* tra quelli operanti a livello comunitario. L'analisi si chiude con la considerazione dei sistemi di *settlement* nel mercato dell'energia elettrica, nel quadro di un'interessante comparazione tra il caso italiano e quello tedesco dell'EEX. La scelta di questo mercato non è del resto casuale: sembra infatti che sia questo il mercato per il quale si possa porre, in una prospettiva di medio termine, la concreta possibilità della costituzione di un mercato italiano di derivati su *commodities*. Ai profili macroeconomici del mercato dell'energia e del gas è dedicato il saggio di Alberto Clò e di Massimiliano Marzo. Ai profili giuridici del mercato elettrico sono stati invece rivolti gli approfondimenti di Federico Maria Mucciarelli, diretti tanto a descrivere l'organizzazione e il funzionamento del mercato *spot* quanto ad approfon-

dire, nella comparazione anche con il mercato tedesco, alcuni dei dilemmi regolatori (relativi ad esempio agli assetti proprietari e alla natura privatistica o pubblicistica dell'organizzazione del mercato) che devono affrontarsi nella prospettiva della costituzione di un simile mercato. Per completezza di quadro si è proceduto anche — grazie all'indagine di Fabio Poletti — all'analisi del, per certi aspetti "contiguo", mercato del gas naturale, valutando i passi finora compiuti — per impulso di Snam Rete Gas spa e dell'Autorità per l'energia e il gas — per la costituzione di una efficiente "borsa *spot* del gas" (prematura appare invece, almeno in Italia, la costituzione di una borsa di derivati sul gas). L'analisi dell'organizzazione e della disciplina dei mercati di derivati su *commodities* sarebbe risultata incompleta ove non si fosse dedicata attenzione ai profili informativi che costituiscono uno dei caratteri essenziali di questa attività: e ad essi è dedicato un saggio "generale" sul ruolo della trasparenza nei mercati *futures* su *commodities* di Emanuela Manzo. Atteso che nella letteratura finanziaria più recente si preconizza l'evoluzione delle borse in vere e proprie imprese di comunicazione, il cui *asset* immateriale principale sarebbe costituito proprio dalle informazioni generate dagli scambi (*asset* dotato di un significativo valore strategico, visto che la stessa direttiva Mifid si preoccupa di rendere lo stesso accessibile a condizioni commerciali ragionevoli a terzi interessati), tale tema offre più di uno spunto conoscitivo e pone numerosi interrogativi anche nel quadro di una più ampia riflessione sui diritti di monopolio sulle informazioni e sui possibili rischi di abuso di posizione dominante che ne possono derivare. Peraltro, l'analisi del rapporto tra regolamentazione e concorrenza — che comincia a svolgere un ruolo pratico effettivo anche in Italia con riguardo al mercato *spot* elettrico, per effetto di recentissime iniziative dell'Autorità garante — costituisce un tema centrale fin dai primi del Novecento sui mercati *spot* e *futures* nordamericani: e a tali profili è dedicata un'approfondita ricostruzione storica di Alberto De Prà, che evidenzia il ruolo disciplinare svolto, anche per questi mercati, dalle norme *antitrust*. Ad esse, oltre che alle norme sul *market abuse*, è affidato l'importante compito di assicurare l'integrità del mercato. E proprio al peculiare atteggiarsi

della disciplina sul *market abuse* con riguardo ai mercati di *commodities* tanto negli Stati Uniti quanto in Europa ed al ruolo pregnante attribuito nel contesto armonizzato alle prassi di mercato (prassi di mercato che, a seguito della recente attuazione in Italia della direttiva 2003/6, finiscono con l'integrare la fattispecie dell'illecito penale e amministrativo, ponendo questioni di politica del diritto di non poco momento), è dedicato il saggio di Emanuela Manzo che conclude, unitamente all'interessante lavoro di Anna Maria Bernini e Nicola Soldati sulle borse merci e le procedure arbitrali, l'insieme dei contributi dedicati agli aspetti per così dire "macroeconomici" della nostra materia.

7. Per quanto risulti impossibile sintetizzare in poche battute i risultati di *policy* cui la ricerca sui profili "macroeconomici" sembra approdare — sia pure con enunciazioni, sia detto con chiarezza, che già programmaticamente sono provvisorie, in considerazione tanto della complessità e varietà del tema quanto del recente divenire della legislazione di riferimento — appare non inutile ribadire come emerga piuttosto distintamente il carattere recessivo del modello organizzativo fondato sull'integrazione fra *spot* e *derivatives markets* di merci (che pur aveva caratterizzato gli esordi), nel mentre incontra crescente successo il modello fondato sull'integrazione fra *financial* e *commodity derivatives markets*, gestiti da una medesima struttura organizzativa. L'analisi della normativa vigente nei principali Paesi industrializzati ha permesso peraltro di evidenziare, in un tale contesto, tre possibili configurazioni del regime giuridico degli scambi su *derivatives*: a) quello della piena identità del regime applicabile a *financial* e *commodity derivatives*, con la conseguente soggezione di gestori ed operatori di mercato alle medesime regole (come avviene ad esempio nei sistemi tedesco e italiano attualmente vigenti); b) quello della differenziazione del regime applicabile a *financial* e *commodity derivatives*, con la conseguente soggezione di gestori ed operatori di mercato a diversi sistemi di regolamentazione e controllo (come avviene ad esempio nel sistema statunitense); c) quello dell'applicazione ai *commodity derivatives* della stessa regolamentazione vigente per i *financial derivatives*,

ma con la possibilità di riconoscere ampie esenzioni ai mercati di soli *professionals* (come avviene, dalla riforma del 2000, nel sistema inglese e si prospetta ora a livello armonizzato per effetto della direttiva 2004/39). La revisione del Testo unico della finanza, in sede di recepimento della direttiva Mifid dovrebbe dunque segnare l'evoluzione del regime vigente in Italia dal primo modello (che in questi anni si è dimostrato non idoneo a favorire lo sviluppo di mercati organizzati di *commodity derivatives*, incentivando all'opposto la scelta di altri ordinamenti per l'attività di negoziazione) al modello prefigurato dalla direttiva. La ricerca ha evidenziato peraltro come un ostacolo non secondario alla nascita di mercati di *commodity derivatives*, ed in particolare sulle *soft commodities* delle quali l'Italia è tradizionalmente fra i maggiori produttori, è rappresentato dall'arretratezza dei mercati a pronti. Lo stesso tentativo di modernizzazione attuato dal sistema camerale, attraverso la nascita della società Meteora s.p.a. non sembra aver prodotto i risultati attesi, a causa delle resistenze opposte dagli operatori allo svolgimento delle contrattazioni mediante collegamento remoto. I prezzi alla produzione sono — come è noto — determinati da pochi grandi *broker*, senza alcuna reale garanzia di trasparenza sui meccanismi di formazione, e risultano spesso estremamente penalizzanti per gli agricoltori. In tali condizioni, non sembrano esistere le condizioni necessarie per la nascita di mercati di derivati, principalmente a causa dell'assenza di un sistema affidabile di determinazione del prezzo *spot* delle attività sottostanti. Per i derivati su altre *commodities* — quali l'energia — che possono per contro contare su mercati a pronti organizzati ed efficienti, la ricerca ha messo in evidenza fra gli ostacoli di carattere normativo le barriere all'entrata di potenziali offerenti di servizi di mercato, quali in particolare gli elevatissimi livelli di capitalizzazione richiesti per i gestori di mercati regolamentati di strumenti finanziari (il capitale versato ed esistente non deve essere inferiore a 5 milioni di euro) e di servizi di *clearing* (il capitale versato ed esistente non deve essere inferiore a 25 milioni di euro per le controparti centrali), necessariamente entità giuridiche distinte se costituite secondo il diritto nazionale. Altro dato negativo emerso nel

corso della ricerca è costituito dalla mancanza di una “regia” che possa favorire l'agire comune delle diverse categorie di operatori in possesso delle differenti competenze ed esperienze necessarie alla creazione di mercati di *commodity derivatives*. Si tratta di un vizio strutturale italiano certamente non esclusivo di questo, pur strategicamente importante, settore industriale. Deve tuttavia evidenziarsi come al vuoto di iniziative nazionali può oggi più facilmente che in passato corrispondere l'azione “opportunistica” di operatori stranieri favoriti dall'intervenuto riconoscimento, mediante la direttiva Mifid, del “passaporto europeo” anche con riguardo ai servizi ausiliari alle negoziazioni e all'organizzazione multinazionale dei mercati, anche mediante l'utilizzo di postazioni in remoto. Sotto il profilo dei sistemi di *governance* delle borse di *derivatives*, si registra la convergenza — a partire dagli opposti modelli delle borse-pubbliche istituzioni e delle borse-associazioni — verso il modello del mercato-impresa. Resta tuttavia aperto il problema della definizione di strutture di *governance* e di assetti proprietari che assicurino al meglio l'integrità e l'efficienza dei mercati. E a riguardo un ruolo importante, in sede di attuazione della direttiva 2004/39, spetterà alla disciplina intesa a prevenire e gestire i potenziali conflitti di interesse (un tema sul quale assai acceso è ad esempio il confronto di opinioni in atto fra le autorità statunitensi preposte alla regolamentazione e al controllo rispettivamente delle borse merci e delle borse di valori mobiliari).

8. Quanto ai profili “micro” dei *commodity derivatives*, il gruppo di lavoro — prendendo le mosse da una preliminare ricognizione dei contratti *futures* su prodotti agricoli affidata a Francesco Corleto (nel quadro peraltro di un'interessante ricostruzione dell'intersezione tra questi mercati e la riforma delle politiche agricole negli Usa e in Europa, affidata a Domenico Viti) — ha cercato di affrontare la questione della natura giuridica dei singoli tipi di contratto, discutendone la complessa relazione con le categorie tradizionali dei contratti aleatori, della causa astratta e concreta e della meritevolezza. A tali profili sono dedicati tanto un pregevole saggio introduttivo di Michele

Lobuono quanto i pionieristici ed impegnativi lavori di Adriana Addante e Dino Alberto Mangialardi e di Cinzia Motti che cercano di saldare l'analisi civilistica della fattispecie con la funzione tipologica degli indici di finanziarietà identificati dall'Allegato I C della direttiva 2004/39. In considerazione del fatto che i contratti derivati su *commodities* sono normalmente regolati da una legge straniera (anche quando entrambi i contraenti siano italiani), Pierluigi De Biasi si è poi occupato del problema della standardizzazione e dell'ordine pubblico, interrogandosi anche sulle conseguenze, sul piano causale, di vizi genetici caratterizzati dall'assenza di un effettivo trasferimento del rischio (secondo quanto recenti vicende giudiziarie hanno evidenziato con riguardo a derivati su tassi). L'interessante lavoro di Filippo Annunziata sui contratti standard aventi ad oggetto lo scambio di quote di emissione costituisce anch'esso un'importante banco di prova per l'indagine sugli indici di "finanziarietà" delle operazioni a termine, mettendo a confronto la realtà di un mercato emergente con le soluzioni accolte dalla direttiva 2004/39/CE. L'indagine dei profili contrattuali si infine concentra sulle tecniche contrattuali per la riduzione dei rischi, con l'esame dei *netting agreements* e degli accordi di *collateralization* alla luce dell'esperienza comparatistica. In tale quadro Francesco Macario si è diffusamente occupato della nuova disciplina delle garanzie finanziarie e della sua applicazione ai derivati su *commodities* alla luce delle disposizioni di attuazione della direttiva n. 2002/47, di recente emanate con d.lgs. n. 170 del 2004 (disposizioni che peraltro non si applicano alle garanzie aventi oggetto diverso dalle attività finanziarie, rischiando così di creare vuoti di tutela) mentre Marco Maugeri ha studiato il tema — ben poco frequentato dalla dottrina giuridica — del regime giuridico dei margini per l'operatività in derivati: tema tuttavia anch'esso assai rilevante, nell'ottica della direttiva 2004/39, ai fini del riconoscimento della finanziarietà del contratto derivato su merci. A Cosimo Sasso si deve invece una pregevole illustrazione dei problemi di informazione contabile posti dalla fattispecie in esame.

9. In conclusione, a me sembra che l'insieme dei contributi qui raccolti consegua — pur nella obiettiva difficoltà del tema e, lo si ripete, nella piena consapevolezza del carattere meramente provvisorio delle conclusioni raggiunte — l'obiettivo di offrire, per la prima volta in Italia, una panoramica piuttosto completa del fenomeno indagato, valendo così a superare il carattere, finora per così dire "altamente iniziatico", della materia e a stimolare (così almeno ci si augura) un più ampio e consapevole dibattito nella prospettiva delle scelte regolatorie che attendono il nostro Paese.