

GIORNATE DI STUDIO DEGLI AFFARI GIURIDICI

DELL'AUTORITÀ PER L'ENERGIA ELETTRICA IL GAS E IL SISTEMA IDRICO

QUINTA GIORNATA – ENERGIA E MERCATI FINANZIARI

MILANO, 1 FEBBRAIO 2016

Camilla Ferrari*

**MERCATI ENERGETICI E MERCATI FINANZIARI:
SCHEMI E TUTELE CONTRATTUALI DI CONFINE**

SOMMARIO: 0. Autonomia vs eteronomia – 1. La linea di demarcazione tra mercati energetici e finanziari, tra oggetto e causa del contratto – 2. Il mercato “upstream” quale segmento prediletto dal regolatore – 3. Rimedi e soluzioni presso i mercati energetici

0. Autonomia vs eteronomia.

Nel binomio contratto e mercati, siano questi energetici oppure finanziari, occorre anzitutto distinguere la sfera riservata all'autonomia (contrattuale) dal momento, per così dire, eteronomo.

Appartengono alla sfera dell'autonomia i contratti negoziati e stipulati in seno ai mercati, ossia i contratti di scambio, riconducibili prevalentemente ai tipi “compravendita” e “permuta”, con oggetto alcunché di energetico o di finanziario. Poi, oggetto di questi contratti di scambio po' essere a sua volta un contratto, quando si tratta per l'appunto di scambiare derivati.

Hanno parimenti fonte autonoma i regolamenti dei mercati: ci si limita qui a prendere in considerazione i mercati regolamentati finanziari, al fine di istituire un parallelo con i mercati energetici, che di fatto, oggi, sono solo mercati regolamentati. La dottrina, come

* Università degli Studi dell'Insubria.

si vedrà, è oramai definitivamente orientata nel sostenere la natura privatistica e, più precisamente contrattuale del rapporto che lega il gestore del mercato ai singoli partecipanti, a vario titolo.

Le regole di fonte eteronoma, di matrice comunitaria, dovrebbero essere dettate in funzione del tipo di mercato, energetico o finanziario. Diviene dirimente conoscere le differenze che corrono tra queste due categorie.

1. La linea di demarcazione tra mercati energetici e finanziari, tra oggetto e causa del contratto.

Il confine, la linea di demarcazione tra mercati energetici e mercati finanziari, almeno stando alla qualificazione suggerita dai rispettivi aggettivi, sembra essere affidata all'oggetto dei contratti che in seno ad ognuno si negoziano, si concludono, indi si regolano (*rectius*, si eseguono); in definitiva, ad un elemento di autonomia.

Con logica manichea, se l'oggetto della compravendita o, *lato sensu*, dello scambio, è di tipo finanziario, ecco allora che troverà applicazione una serie di regole specifiche, e dunque piegate alle peculiari esigenze del mercato finanziario, ossia "aumentare la trasparenza, tutelare meglio gli investitori, rafforzare la fiducia, (...) assicurare che le autorità di vigilanza dispongano di poteri adeguati per svolgere i loro compiti" [si tratta delle esigenze declinate nel considerando n. 4 della direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014, meglio nota come MIFID II]. Se, invece, il contratto di volta in volta interessato è ad oggetto "energetico", altre esigenze e altre regole verranno in rilievo.

Simile criterio, all'evidenza ingenuo e semplicistico, soprattutto non trova riscontro nel contesto normativo, sia domestico sia europeo, ove i contratti, le relative criticità e i rimedi nominalmente imputati all'ambito dei mercati finanziari si sovrappongono a quelli in apparenza riservati ai mercati energetici. In particolare, dal punto di vista oggettivo, la MIFID II (e già prima, la MIFID I) abbraccia nella definizione di strumenti finanziari, di cui all'allegato 1, sezione C, entità con substrato, per così dire, potenzialmente energetico, e segnatamente i derivati su merci di cui ai numeri 5, 6 e 7¹, nonché (novità, questa, della MIFID II) le quote di emissione di cui al numero 11: derivati, cioè, aventi come sottostante una *commodity* energetica; tuttavia considerati sotto il profilo della prevalente caratterizzazione finanziaria della struttura.

In alternativa all'oggetto, un altro criterio, certamente più rispettoso del dato normativo, volto a distinguere mercati energetici e mercati finanziari, potrebbe far leva sulla causa.

¹ Ai sensi del Regolamento CE n. 1287/2006, di attuazione della MIFID I, il termine "*commodity*" è definito esplicitamente come "qualsiasi bene di natura fungibile che possa essere consegnato, compresi (...) l'energia".

Senza entrare nel merito della nozione di causa da sposare, in questa sede basti rilevare come il legislatore comunitario affidi l'individuazione degli strumenti finanziari energetici, come tali capaci di attrarre l'applicazione della pervasiva disciplina dedicata agli strumenti finanziari *tout court* – e, *in primis*, del principio della riserva di attività² – al concreto e puntuale riscontro, all'interno del regolamento contrattuale, di elementi che consentano di escludere ragionevolmente l'impronta commerciale della transazione.

Mi spiego meglio: l'allegato 1, sezione C, attraverso una presunzione *iuris et de iure*, esclude possano avere scopo commerciale, ossia finalità di fornitura e di approvvigionamento di energia, e quindi include nel novero degli strumenti finanziari, i contratti derivati³ che:

1. (numero 5) debbono (oppure possano, a discrezione di una delle parti) essere eseguiti per differenziale in contanti; il regolamento in contanti, tramite il saldo delle differenze positive o negative, in luogo della consegna fisica della *commodity*, è considerato inequivocabile indice di finanziarietà della fattispecie⁴;
2. (numero 6), nonostante che prevedano la consegna fisica quale possibile modalità di esecuzione, contemplano tuttavia altri, altrettanto insuperabili, elementi di finanziarietà: l'essere negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) o un sistema organizzato di negoziazione (OTF); con esclusione – questo rilievo ci interesserà tra breve – dei prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione che devono essere regolati con consegna fisica;
3. (numero 7, derivati OTC) altresì, con una formula residuale, possono essere eseguiti per il tramite della consegna fisica; e questo elemento di finanziarietà è previsto per i derivati che “non abbiano scopi commerciali, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati”. Circa la nozione di scopo commerciale, da intendersi contrapposto ed escludente lo scopo finanziario, il Final Report pubblicato dalla European Securities and Markets Authority (ESMA) in data 19 dicembre 2014, con lo scopo di fornire indicazioni tecniche

² Si ricorda che il principio della riserva abbraccia l'esercizio in via professionale e nei confronti del pubblico dei servizi e attività di investimento, e che questi ultimi sono tali solo se hanno ad oggetto strumenti finanziari.

³ Una precisazione: in seno all'elenco degli strumenti finanziari fornito dalle direttive MIFID, risultano sia beni, che a loro volta saranno l'oggetto del contratto di scambio stipulato sul mercato finanziario prescelto (come i valori mobiliari; gli strumenti del mercato monetario; le quote di OICR), sia, direttamente, contratti, ossia gli strumenti finanziari derivati. Scambiare un derivato significa disporre di una delle posizioni che compongono la struttura del contratto, corta o lunga.

⁴ A questo proposito, l>IDEX (Italian Derivatives Energy Exchange), ossia il segmento del Mercato Italiano dei Derivati (IDEM) – gestito da Borsa Italiana S.p.A. – dedicato ai derivati aventi come sottostante *commodity* energetiche, prevede che gli strumenti ivi negoziati vengano regolati solo per contanti (*cash settlement*), escludendo a priori la consegna fisica (*delivery*). Ciò, “per favorire la partecipazione di operatori finanziari puri agli scambi e quindi creare le premesse affinché il mercato abbia sufficiente liquidità” (così, la scheda di presentazione di questo mercato autenticamente finanziario, pur oggetto energetico, consultabile sul sito web di Borsa Italiana S.p.A.)

alla Commissione europea ai fini dell'attuazione della MIFID II), con formula analoga a quanto ora previsto dall'art. 38 del Regolamento MIFID, attuativo della MIFID I, affida l'individuazione non tanto ad una indagine soggettiva sui motivi della transazione, ma, ancora una volta, (in negativo) alla tracciabilità di specifici indici nel regolamento contrattuale. Tali indici infatti debbono riscontrarsi congiuntamente affinché lo scopo commerciale sia escluso. Si tratta: della circostanza che il derivato non sia un contratto *spot*; della negoziazione su di un mercato regolamentato, un MTF o un OTF; del ricorso ad un meccanismo di compensazione tramite una stanza di compensazione ovvero il richiamo ai margini; la standardizzazione del derivato medesimo⁵.

In sintesi, la distinzione tra mercati energetici e mercati finanziari, finalizzata ad individuare il campo di applicazione della regolamentazione dei mercati degli strumenti finanziari, passa attraverso il concetto che solo i contratti aventi autentico, esclusivo o largamente prevalente, funzione commerciale, vi si possano sottrarre. Al contrario, una dose, anche non preponderante, di indici di finanziarietà attrae la fattispecie nell'ambito della MIFID II.

La disciplina MIFID II, secondo il linguaggio del legislatore comunitario, si applicherebbe di *default* ai contratti derivati energetici, poiché (considerando n. 8), “è opportuno includere nell'elenco degli strumenti finanziari i derivati su merci e altri derivati costituiti e negoziati in modo tale da richiedere un approccio di regolamentazione comparabile a quello degli strumenti finanziari tradizionali”. Più specificatamente (considerando n. 9), “tra gli strumenti finanziari (...) figureranno i contratti energetici soggetti a regolamento fisico e scambiati nell'ambito di sistemi organizzati di negoziazione, ad eccezione di quelli già disciplinati dal regolamento (UE) n. 1227/2011 del Parlamento Europeo e del Consiglio” noto come REMIT.

A questo proposito, l'epigrafe del testo della MIFID II, nel preannunciare l'eccezione relativa ai contratti energetici già soggetti al REMIT, non trova esatta corrispondenza in sede di elencazione delle varie tipologie di strumenti finanziari (allegato 1, sezione C, numero 6): come si è detto, i prodotti energetici all'ingrosso sono esclusi dal campo di applicazione della direttiva non in quanto tali, ma solo se rispettano due condizioni, ossia l'essere organizzati in un OTF e l'essere necessariamente regolati con consegna fisica⁶. Pertanto, Vi potrebbero essere prodotti energetici all'ingrosso rientranti nella

⁵ Ai sensi del Final Report 2014 ESMA, non rientrano in ogni caso nel perimetro del punto C7 i contratti conclusi con, o da, un operatore o un amministratore di una rete di trasmissione energetica, di un sistema di bilanciamento o di una rete di condotte per il trasporto e tale contratto sia necessario ai fini di bilanciamento tra domanda e fornitura di energia in un dato momento.

⁶ Ai sensi dell'articolo 4, numero 2, lettera A, della MIFID II, la Commissione viene delegata a definire e specificare “i contratti derivati di cui all'allegato 1 sezione C 6 che hanno caratteristiche di prodotti energetici all'ingrosso che devono essere regolati con consegna fisica del sottostante”, da escludersi dal campo di applicazione della MIFID II stessa. Il Final Report ESMA già richiamato nel testo, nel definire cosa si intende per “consegna fisica”, ha cura di precisare che sono da ritenersi esenti dalla direttiva solo i prodotti energetici all'ingrosso che presentino entrambi i requisiti di cui al punto C6.

definizione di strumento finanziario, perché privi dell'uno o dell'altro o di entrambi i requisiti, e quindi potenziali destinatari di entrambe le discipline di cui, rispettivamente alla MIFID II e al REMIT, con evidente surplus di regolazione e ridondanti adempimenti a carico dell'intermediario od operatore energetico che ne tratta.

D'altra parte, il REMIT, che coglie le esigenze di integrità e trasparenza del mercato energetico all'ingrosso, abbraccia per l'appunto i prodotti energetici all'ingrosso, parzialmente sottratti alla MIFID II in ragione del loro autentico scopo commerciale e, ad ogni modo, in funzione del fatto che gli abusi e le altre distorsioni sono curate da una normativa concorrente e parallela. Per "prodotti energetici all'ingrosso", si intendono, ai sensi dell'articolo 2, numero 4, del REMIT, "indipendentemente dal luogo e dalla modalità di negoziazione": 1) contratti per la fornitura di elettricità o di gas, con consegna (fisica) entro l'Unione Europea; 2) derivati aventi quale sottostante energia elettrica o gas, "commercializzati o consegnati nell'Unione", fatto salvo – occorre aggiungere – quanto oggi disposto dalla MIFID II in relazione ai derivati energetici⁷; 3) i contratti di trasporto di elettricità o di gas dell'Unione; 4) i derivati relativi a detto trasporto, fatto salvo ancora una volta quanto previsto dalla MIFID II.

2. Il mercato "upstream" quale segmento prediletto dal regolatore.

Dunque, in virtù dell'assetto normativo corrente o di prossima attuazione, il processo di finanziarizzazione del *trading* energetico⁸ si evolve e si completa in questo rapporto di regola/eccezione, nel senso che è possibile sottrarsi al rigore della disciplina in materia di esercizio professionale nei confronti del pubblico di servizi e di attività di investimento (e in particolare alla riserva di attività) soltanto in funzione di esigenze commerciali effettive, esigenze presidiate comunque da altra disciplina che tiene conto del rischio di abusi e distorsioni. L'oggetto "energetico" del contratto, di per sé, non giustifica alcuna eccezione od esenzione.

Più interessante, a mio avviso, è segnalare il diverso punto di caduta della legislazione europea in relazione alla disciplina dei mercati energetici e dei mercati finanziari. Quanto a questi ultimi, la MIFID II, come la MIFID I, ha come fulcro, o almeno come nucleo importante, le "disposizioni volte a garantire la protezione degli investitori" (sezione II, articoli 24 – 30). In tali disposizioni, sono condensate le regole generali di

⁷ La normativa di matrice comunitaria non brilla certo per rigore nel coordinamento: secondo l'allegato 1, sezione C, della MIFID II, a determinate condizioni i derivati energetici con consegna fisica sono soggetti alla disciplina dei mercati finanziari, disciplina che però, secondo i considerando, non si applicherebbe ai prodotti energetici all'ingrosso. Questi ultimi, peraltro, non coinciderebbero esattamente con i prodotti energetici all'ingrosso definiti dal REMIT, richiedendo la MIFID II alla Commissione europea una nozione autonoma.

⁸ Tale "processo di finanziarizzazione" dei mercati energetici è individuato e collocato ben prima dell'emanazione della MIFID I e della MIFID II da M. FALCIONE, *I contratti finanziari del trading nei mercati energetici*, in E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, 2, in *Trattato dei contratti* diretto da P. RESCIGNO ed E. GABRIELLI, Torino, 2011, p. 1449.

condotta prescritte alle imprese di investimento, con particolare riferimento agli obblighi informativi, e le regole cosiddette caratteristiche, ossia parametrize alla natura del servizio o dell'attività di investimento offerto (per intenderci, regole di adeguatezza e appropriatezza, tra l'altro).

Il rapporto – contrattuale – a valle tra impresa di investimento autorizzata e singolo investitore o cliente riveste una importanza fondamentale alla luce del principio per cui l'accesso ai mercati finanziari, ove i suddetti servizi e attività si erogano e si eseguono, è riservato soltanto a determinati soggetti in possesso di stringenti requisiti. Va da sé che la protezione dell'investitore o cliente dipende soprattutto dalle modalità di negoziazione e dai contenuti dell'incarico conferito all'intermediario, essendo egli poi tutelato, a monte (o nel segmento *upstream*: mi sia consentito mutuare la qualifica dal linguaggio dei mercati energetici) dalla circostanza stessa che l'accesso ai mercati finanziari non è affatto libero e che dunque l'intermediario incaricato, come tale, opera in virtù di particolari caratteristiche pre-dimostrate e accertate, e in sede di autorizzazione e in sede di ammissione al singolo mercato.

La regolamentazione dedicata ai mercati energetici – ai sensi del REMIT – è invece centrata proprio sulla fase *upstream*: pur avendo quale finalità principale “che i consumatori (...) possano nutrire fiducia nell'integrità dei mercati” (considerando n. 1) e, in ultimo, il “beneficio dei consumatori finali” (considerando n. 2), si concentra su “regole per vietare pratiche abusive capaci di influenzare i mercati dell'energia all'ingrosso, che siano coerenti con le regole di applicazione nei mercati finanziari”.

Rimane infatti espressamente escluso, salvo una giustificata eccezione⁹, il segmento *downstream*, poiché “i contratti per la fornitura o la distribuzione di energia elettrica o di gas naturale destinati all'impiego da parte di clienti finali non costituiscono prodotti energetici all'ingrosso” (articolo 2, numero 4, in calce). Nella logica del REMIT, infatti, “i contratti al dettaglio riguardanti la fornitura di elettricità o di gas naturale ai clienti finali non sono soggetti a manipolazioni di mercato allo stesso modo dei contratti all'ingrosso, che sono facilmente soggetti a compravendita” (considerando n. 9).

Tornando brevemente alla disciplina dei mercati finanziari, in maniera speculare alla scelta normativa, l'interesse della letteratura e della giurisprudenza si concentra e si esaurisce nel segmento *downstream*, ossia nell'esegesi, anche integrativa, delle regole di comportamento degli intermediari finanziari e nella definizione delle sanzioni civilistiche in caso di violazione di dette regole.

⁹ Sono infatti considerati prodotti energetici all'ingrosso, dunque soggetti al REMIT, i contratti di fornitura o distribuzione di elettricità o gas naturale destinati all'impiego da parte di clienti finali con capacità di consumo superiore a una determinata soglia (cfr. articolo 2, numero 4 in calce, del REMIT). Ciò, perché “le decisioni di consumo dei maggiori utenti dell'energia possono anche influenzare i prezzi sui mercati dell'energia all'ingrosso (considerando n. 9).

Quanto al segmento *upstream*, è cioè alle dinamiche contrattuali che si instaurano in seno ai mercati finanziari per iniziativa degli intermediari, eventualmente in esecuzione di incarichi conferiti dal cosiddetto cliente finale, ci si limita a descrivere le dinamiche dei mercati stessi, soprattutto di quello borsistico, nella fedele e costante convinzione per cui “le peculiarità dei mercati mobiliari – e, attraverso questa filigrana, le peculiarità dei contratti che in questi mercati si stipulano – emerge dunque dall’indagine sulle loro regole di funzionamento”¹⁰.

Simile assunto (e, di conseguenza, l’approccio allo studio dei contratti nei mercati finanziari) non muta neppure dinnanzi al moltiplicarsi delle sedi di negoziazione – fenomeno già sancito dalla MIFID I con la codificazione delle *trading venues* alternative, acuito dalla MIFID II, con l’introduzione del concetto di “sistema organizzato di negoziazione” (articolo 4, numero 23)¹¹ – e dalla rilevanza, anche per il regolatore, delle contrattazioni OTC¹².

In definitiva, la questione della disciplina dei contratti stipulati in seno ai mercati finanziari trova una soluzione immediata e semplice: tali contratti ricevono una disciplina ad hoc – quindi speciale e derogatoria rispetto a quanto stabilito dal codice civile – in ragione non tanto dell’oggetto (gli strumenti finanziari) ma, soprattutto, del luogo in cui vengono negoziati e stipulati. Pertanto, a fronte della molteplicità dei luoghi di contrattazione (borsa; altri mercati regolamentati, MTF, internalizzatore sistematico, OTF, *et cetera*), sarà sufficiente individuare le regole che presidiano ciascuno; più saranno tali luoghi, altrettanti statuti o discipline speciali si avranno.

I principi di diritto comune rivivono invece nel caso in cui i medesimi contratti, in ipotesi identici per tipo, oggetto, corrispettivo, fossero invece conclusi fuori dei mercati finanziari, *rectius*, di sistemi organizzati di negoziazione.

La disciplina dei contratti ad oggetto finanziario non dipende dunque, secondo l’opinione comunemente diffusa, dall’oggetto, e neppure dalla causa o scopo – come dicono le direttive MIFID – finanziario, ma dalla sede di negoziazione. Una stessa fattispecie attrae discipline diverse a seconda dello specifico mercato in cui si colloca, ovvero in ragione del contesto “*over the counter*”.

¹⁰ Così, R. NATOLI, *I contratti di borsa*, in G. GITTI, M. MAUGERI, M. NOTARI (a cura di), *I contratti per l’impresa*, II, Bologna, 2012, p. 376, che riporta l’indicazione metodologica di A. SERRA, voce “*Contratti di borsa. I) Diritto commerciale*”, in *Enc. giur.*, VIII, Roma, 1988.

¹¹ Il sistema organizzato di negoziazione, altrimenti detto “OTF”, rappresenta una nuova *trading venue*, ulteriore rispetto ai mercati regolamentati e agli MTF di cui già alla MIFID I. Vi rientrano, ad esempio, le piattaforme istituite dai *broker* per lo scambio di strumenti finanziari *non-equity*, prima sottratte alla disciplina in materia di esercizio professionale nei confronti del pubblico di servizi e attività di investimento.

¹² Cfr. il Regolamento (UE) n. 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni. Di più: oggi, a fronte di una scelta legislativa poco coerente, l’elenco degli strumenti finanziari di cui all’allegato 1, sezione C, della MIFID II, comprende esplicitamente anche i derivati *forward* (lettera C6), che per definizione, oltre a non essere standardizzati, vengono negoziati *over the counter*.

A simile impostazione, peraltro, sembrerebbe corrispondere l'obbligo cosiddetto di *best execution*, come riformulato dalla MIFID I e attualmente sancito dall'articolo 45 del Regolamento emittenti: il "miglior risultato possibile", da parte dell'intermediario nell'interesse del cliente, si ottiene considerato non solo il prezzo, le altre condizioni contrattuali, il rischio di controparte, ma anche "le sedi di esecuzione", mediante una sorta di *forum shopping*, del tutto lecito anzi doveroso nei confronti sempre dell'investitore.

La soluzione formulata in questi termini, indubbiamente corretta, si risolve però in una tautologia. I contratti di borsa (chiedo venia per la metonimia, volendo con questa locuzione riepilogare ed includere i contratti stipulati su ogni tipo di mercato finanziario o sede di negoziazione finanziaria alternativa) mutuerebbero integralmente il loro regime da una fonte eteronoma rispetto alle parti, il regolamento del mercato di riferimento, preso e studiato come tale, ovviamente sul presupposto che esso sia conforme ai requisiti imposti dal legislatore per l'attività di gestione del mercato medesimo.

Si trascura invece la circostanza che i contratti di borsa, per quanto ampiamente regolamentati e amministrati, non possono prescindere da componenti di autonomia, quale, ad esempio, la decisione dell'operatore di immettere un ordine e la formulazione dello stesso, che introducono variabili in seno allo stesso mercato. A loro volta, simili variabili, dipendenti dalle pur rare manifestazioni di autonomia, configurano altrettanti rischi circa la sorte dei contratti stessi.

Ecco che, a mio parere, lo studio dei contratti dei mercati finanziari non può limitarsi ad una esposizione ragionata delle regole che presidiano ciascuno di detti mercati; occorre affrontare un passaggio successivo, ossia verificare l'estensione delle iniziative autonome riservate alle parti, i corrispondenti rischi ed infine le modalità di loro contenimento, se non di neutralizzazione, previste dalla disciplina del mercato di volta in volta considerato.

Del resto, l'esistenza di qualsiasi sistema di scambio organizzato, anche non borsistico o diverso dai mercati regolamentati, si giustifica a fronte del grado di sicurezza del circuito, che deve essere tale da offrire all'investitore maggiori garanzie di esecuzione e di liquidabilità dell'investimento rispetto allo scenario di una negoziazione all'esterno, ossia OTC. I contratti di borsa recano in sé un *surplus* di tutela per le parti (intendendosi per tali, soprattutto, le parti in senso sostanziale, e cioè i clienti autorizzati ad operare sul sistema medesimo), in termini per l'appunto di certezza dell'operazione.

Si badi bene, però: i rischi paventati qualche riga sopra, che i mercati finanziari sono chiamati a scongiurare, non consistono soltanto nel cosiddetto rischio di controparte, tradizionalmente curato attraverso il meccanismo della *clearing house*. Altre criticità o patologie possono minare un contratto di scambio, avente ad oggetto strumenti

finanziari, almeno tante quante sono le ipotesi di invalidità o inefficacia, originarie o sopravvenute, contemplate dal diritto contrattuale comune.

Individuerei tre ordini di rischi:

- a) Il rischio della mancata conclusione del contratto (che definirei il rischio dell'*an*), a presidio della certezza dell'esito della negoziazione e della liquidità degli strumenti finanziari che ne sono oggetto;
- b) Il rischio di anomalie originarie: nullità e annullabilità;
- c) Il rischio di anomalie funzionali: risoluzione.

La sicurezza, e quindi il successo, di ogni sistema di scambio organizzato dipendono dunque dai peculiari rimedi e soluzioni previsti, a fronte di tali, molteplici, rischi, dal regolamento vigente nel corrispondente luogo di negoziazione.

3. Rimedi e soluzioni presso i mercati energetici.

Idealmente, per ciascuno dei sistemi di scambio organizzato esistenti – il cui regolamento, come si è detto, configura di per sé una disciplina contrattuale speciale – si potrebbe condurre una prova di resistenza del contratto in seno ad esso concluso rispetto alle ipotesi di rischio testé paventate. In altre parole, si potrebbe ipotizzare un contratto afflitto da vizi e difetti che, nell'area del diritto comune, *over the counter*, farebbero scattare le varie sanzioni (civilistiche) di invalidità e/o inefficacia; quindi, si potrebbe verificare se e come simili vizi e difetti vengono prevenuti o trattati alla luce dello statuto di mercato ivi vigente.

L'esercizio è non solo possibile, ma anche fondamentale, con riferimento allo statuto dei mercati energetici all'ingrosso, che, secondo quanto abbiamo sostenuto in precedenza e in maniera speculare rispetto a quanto avviene per i mercati finanziari, il legislatore percepisce farditi di un livello di rischio maggiore rispetto ai contratti del segmento *downstream*, con il consumatore finale.

Scelgo, per evidente necessità di sintesi, di scandagliare con quest'ottica la disciplina del mercato del gas naturale; ma la prova di resistenza è parimenti possibile e consigliata alla luce della disciplina del mercato elettrico.

Una nota preliminare: la disciplina del mercato del gas naturale, nonostante che sia stata "approvata con Decreto del Ministro dello Sviluppo Economico del 6 marzo 2013", presenta a tutti gli effetti natura di atto negoziale di diritto privato; precisamente costituisce, come del resto i regolamenti dei mercati finanziari, un atto unilaterale

contenente condizioni generali di contratto, finalizzato a regolare tutte le relazioni tra operatori e gestore del mercato stesso¹³.

In linea con tale qualificazione, il singolo operatore, che intende presentare partecipare al mercato del gas naturale, non solo deve presentare una “domanda di ammissione” (secondo il formulario di cui all’allegato A della disciplina), ma, contestualmente alla presentazione di detta domanda, è pure tenuto a sottoscrivere con il Gestore dei Mercati Energetici S.p.A. (GME) un “contratto di adesione al mercato (secondo il testo di cui all’allegato B della medesima disciplina), che ha per oggetto (cfr. l’articolo 1) la definizione dei diritti e degli obblighi del “Contraente”, ossia dell’operatore in questione, nei confronti del GME e “le condizioni alle quali il GME si impegna a prestare i servizi relativi alle negoziazioni sul Mercato”.

La locuzione “contratto di adesione” reca un ossimoro, dal momento che l’adesione consiste di per sé in una dichiarazione unilaterale di volontà, quella del soggetto aderente ovviamente. Il GME, in qualità di regolatore e gestore del mercato del gas naturale, ha voluto rafforzare il rapporto derivante dall’adesione al regolamento, nella veste di condizioni generali di contratto, con il requisito di una pattuizione bilaterale, eguale nei contenuti ma formalmente distinta per ciascun operatore. Ad ogni modo, in calce al formulario contrattuale di cui all’allegato B, viene richiesto all’operatore di approvare specificatamente alcune clausole di questo contratto di adesione, ai sensi e per gli effetti degli articoli 1341 e 1342 del codice civile, i quali, come è noto, si applicano in caso di condizioni generali di contratto.

Una volta puntualizzata la natura della disciplina del mercato del gas naturale, si passano in rassegna i tre livelli di rischio contrattuale enucleati poco sopra.

a) Quanto al rischio dell’*an*, come è stato definito, la disciplina in esame mira a garantire che l’offerta presentata dal singolo operatore, in guisa di proposta, trovi una corrispondente ma speculare offerta, presentata da altro operatore, in guisa di accettazione. Mi limito, in proposito, a richiamare con intento esemplificativo l’articolato meccanismo di abbinamento automatico delle offerte per il mercato del gas a pronti (MP-GAS), in modalità di negoziazione continua, di cui all’articolo 30 della disciplina. Tale meccanismo, peraltro, alla luce della formulazione della singola offerta (cfr. il precedente articolo 28.6), consente un abbinamento e quindi una “esecuzione parziale” di tale offerta (cfr. articolo 30.5), configurando una sorta di consenso anticipato del creditore all’adempimento parziale in luogo dell’eventuale possibilità di rifiuto prevista dall’articolo 1181 del codice civile.

¹³ L’opinione oggi largamente accreditata in tema di qualificazione del regolamento di mercato sostiene infatti la natura privatistica e, più precisamente, contrattuale, del rapporto che lega la società di gestione agli emittenti ed agli intermediari. Per tutti, si veda R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, V ed., Torino, 2008, p. 233.

Alla prevenzione del rischio dell'*an* sono poi funzionali tutte quelle misure che mirano a garantire la correttezza e la completezza, dal punto di vista formale e sostanziale, delle offerte presentate. La dinamica negoziale del mercato del gas naturale è in linea con il procedimento essenziale dell'art. 1326 del codice civile, anche se la dichiarazione di offerta non è indirizzata ad uno specifico oblatore (in ipotesi, ma la qualificazione è sterile, sopperendo *in toto* il regolamento del mercato nel ruolo di disciplina speciale, potrebbero ravvisarsi gli estremi di una offerta al pubblico *ex* articolo 1336). L'offerta, per essere abbinata ad altra offerta, deve "corrispondere" a quest'ultima e, ancor prima, deve contenere "gli estremi essenziali del contratto alla cui conclusione è diretta".

A simile esigenza sopperiscono i requisiti minimi di forma-contenuto dell'offerta previsti – prendendo ancora una volta ad esempio il segmento del mercato a pronti – dall'articolo 28.1 della disciplina in commento, che prescrive "l'indicazione, almeno, delle seguenti informazioni", tra cui "la tipologia dell'offerta (acquisto/vendita)", la quantità e il prezzo unitario relativo alla quantità offerta. Con la precisazione che la mancanza di indicazione di prezzo, lungi dal provocare l'inammissibilità dell'offerta, fa scattare una soluzione di integrazione automatica, poiché il prezzo "si considera uguale a quello delle migliori proposte di segno opposto presenti sul book [di negoziazione] fino a capienza dell'offerta stessa" (articolo 29.2).

b) Il rischio che il contratto di compravendita di gas naturale stipulato sul relativo mercato grazie ai sistemi e criteri di abbinamento di offerte compatibili di segno opposto, presenti vizi cosiddetti genetici (ovverosia coevi alla conclusione) è scongiurato attraverso diversi espedienti, per la verità ricorrenti anche nei regolamenti dei mercati finanziari.

Segnatamente, il rischio che detto contratto possa sorgere nullo per l'illiceità di qualche suo elemento o per contrarietà alle norme imperative pare di improbabile integrazione: l'oggetto (il gas); la causa (di scambio o, se si vuole approfondire, di approvvigionamento, alla luce dello scopo commerciale che funge da criterio discrezionale); lo svolgersi della negoziazione nell'ambito di regole conformi alla legge e comunque approvate *ad hoc* dall'organo delegato dell'esecutivo escludono a priori il verificarsi di simili cause di nullità. Anche la nullità per mancanza di uno degli elementi essenziali del contratto viene curata preventivamente attraverso l'imposizione di requisiti minimi di forma-contenuto delle offerte, come già si è ricordato.

Occorre, invece, dedicare qualche riflessione in più al rischio di annullabilità del contratto. Quanto all'annullamento del contratto a causa di incapacità di agire legale o naturale di uno dei contraenti, non mi pare azzardato qualificare il principale fra i requisiti di ammissione al mercato del gas naturale, di cui all'articolo 12.1 della relativa disciplina, e cioè il possesso "di adeguata professionalità e competenza nell'utilizzo dei

sistemi telematici e dei sistemi di sicurezza ad essi relativi”¹⁴ nei termini di una sorta di capacità minima di intendere e di adoperare i software e le strutture dedicati al funzionamento del mercato in questione. Ad ogni modo, su questo requisito il GME insiste, per garantirne la presenza ed il mantenimento, essendo anche oggetto di apposito impegno ai sensi del “contratto di adesione” (articolo 2.2 lettera d del modello di cui all’allegato B alla disciplina).

Riguardo poi ai tradizionali vizi della volontà, le modalità di conclusione di contratti, peraltro aventi ad oggetto un bene fungibile come il gas naturale, sterilizzano i rischi legati alla sussistenza di ipotesi di dolo e violenza. L’operatore che immette un’offerta nel sistema non conosce mai la sua controparte, poiché lo scambio avviene in forma anonima, per il tramite del meccanismo di abbinamento dettagliato dalla disciplina del relativo mercato. Questa modalità anonima di trattativa e conclusione del contratto ovviamente esclude qualsivoglia possibilità di ingannare oppure minacciare l’altra parte, così come, unitamente alla considerazione della assoluta fungibilità dell’oggetto, esclude [ripercorrendo la lista di cui all’articolo 1429 del codice civile] errori essenziali sulla natura (necessariamente di scambio) e per l’appunto sull’oggetto del contratto; sulla identità o qualità dell’oggetto medesimo; sull’identità o qualità della persona dell’altro contraente¹⁵.

Resta in piedi soltanto il rischio del verificarsi di un errore sulla quantità o, per meglio dire, di un errore di calcolo non rettificabile che possa sfociare in un errore sulla quantità determinante del consenso dell’operatore, a norma dell’articolo 1430 del codice civile. Di ciò tiene adeguatamente conto la disciplina in commento, al capo III, rubricato “gestione errori”¹⁶, predisponendo una procedura per la “cancellazione” dei contratti conclusi a fronte dell’abbinamento, durante una sessione di negoziazione continua, tra due offerte di cui una affetta da “errore materiale evidente nell’immissione”.

Anzitutto, la “cancellazione” del contratto è ammessa solo “qualora il prezzo della transazione per la quale viene richiesta (...) risulti superiore ovvero inferiore ad un limite massimo ovvero minimo indicato” nelle Disposizioni Tecniche di

¹⁴ Si tratta dell’unico requisito di ammissione al mercato del gas naturale formulato in positivo; gli altri infatti (assenza di condanne per determinati reati; assenza di previi episodi di esclusione dal mercato) sono declinati in negativo. L’abilitazione presso il Punto di Scambio Virtuale, giova precisare, non è richiesta ai fini della ammissione al mercato, ma, ai sensi dell’articolo 19 della disciplina, è un pre-requisito “ai fini della presentazione di offerte”.

¹⁵ Ad ogni modo, ai sensi dell’articolo 11 della disciplina del mercato del gas naturale, il rischio di errore circa l’identità dell’operatore o, per meglio dire, circa l’imputabilità ad esso della dichiarazione di offerta immessa nel sistema, è sterilizzato grazie ad “apposite procedure (...) finalizzate a garantire il riconoscimento degli operatori e l’autenticità delle transazioni”.

¹⁶ Analoga disciplina, dedicata proprio alla cancellazione di errori materiali evidenti, è contenuta all’articolo 4.9.3 del regolamento di Borsa Italiana. In merito, giova riportare le considerazioni del, pur risalente, provvedimento del Collegio dei Probiviri di Borsa Italiana S.p.A., 10 luglio 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II, p. 702 ss., con nota di M. VENTORUZZO, secondo il quale “nella manifestazione della propria autonomia contrattuale, gli intermediari accettano dunque di assoggettarsi a regole specifiche, acconsentendo altresì a che, in caso di patologia di contratti conclusi tra operatori, trovi applicazione nel loro stesso interesse, oltre che nell’interesse del mercato, una procedura *ad hoc* (...)”.

Funzionamento: il gestore stabilisce così una soglia di rilevanza dell'*error in quantitate*, determinante del consenso.

La relativa procedura, poi, lungi dal risolversi in un dialogo esclusivo tra il GME e l'operatore "errante", comporta che "il GME comunica agli operatori controparti interessate [rispetto all'operatore "errante"] gli estremi delle transazioni per le quali è stata richiesta l'attivazione della procedura di gestione errori, chiedendo agli stessi l'assenso ad attivare la procedura medesima" (articolo 46.6). Nel caso in cui dette controparti non forniscano il loro assenso, "il GME non procede con la cancellazione delle transazioni, comunicando la circostanza agli operatori interessati" (articolo 46.7).

In definitiva, l'altro contraente, rispetto all'operatore che ha sbagliato nel predisporre e/o immettere l'offerta, non subisce affatto la cancellazione, neanche a fronte di un errore evidente e quindi, per usare il linguaggio del codice, riconoscibile. Il contratto è salvo in maniera definitiva grazie al veto di controparte.

c) Il terzo ordine di rischi teme la sopravvenienza dei cosiddetti difetti funzionali del sinallagma, quelli che nel diritto comune legittimano la risoluzione del contratto. Scartate le figure della impossibilità e dell'eccessiva onerosità sopravvenute – che non hanno modo di realizzarsi rispetto alle prestazioni scambiate nel mercato del gas naturale (escluderei anche la possibilità di evizione e/o vizi o mancanza di qualità, secondo la disciplina speciale del tipo compravendita, cui sono riconducibili in definitiva i contratti del nostro mercato) – resta l'inadempimento da parte di uno degli operatori/offerti abbinati dal sistema.

La disciplina in commento, al fine di neutralizzare il rischio corrispondente, noto anche come rischio di controparte, ricorre a due soluzioni per la verità comuni ai mercati finanziari: compensazione e garanzia. Tuttavia, tali soluzioni si presentano più accentuate e rafforzate nel mercato del gas naturale.

Quanto al meccanismo di compensazione, il compito è affidato a una *clearing house*, la quale, agendo come controparte centrale e interponendosi in tutte le operazioni che avvengono sul mercato, agisce come acquirente nei confronti dell'offerente che presenta un'offerta di vendita, e viceversa. E nel mercato del gas, è lo stesso gestore che presta questo servizio: ai sensi dell'articolo 23.4 della relativa disciplina, "nei contratti di acquisto e di vendita stipulati sul MGAS, il GME è controparte degli operatori".

La garanzia della solvibilità della *clearing house*, e quindi, in ultima istanza, degli operatori partecipanti al mercato, si basa soprattutto sull'obbligo, previsto a carico degli operatori "ai fini della presentazione di offerte congrue sul MGAS" (cfr. articolo 55 della disciplina), di presentare "garanzie finanziarie, nella forma di fidejussioni a prima richiesta", secondo un modello contrattuale allegato alla disciplina stessa e comunque rilasciate da istituti bancari che presentino un *rating* minimo. L'ammontare della garanzia deve essere proporzionale all'entità delle offerte che l'operatore garantito

intende presentare (articolo 56), fermo restando che “il GME determina ed aggiorna la capienza della garanzia”, chiedendo l’eventuale “adeguamento rispetto all’ammontare iniziale” (articolo 57).

Ad ogni modo, con riferimento al rischio di controparte, è fondamentale notare che le conseguenze dell’adempimento (di per sé evento remoto, se si considera il paracadute della garanzia fideiussoria) dell’offerente non consistono affatto nello scioglimento del contratto di compravendita di gas naturale concluso, nella conseguente restituzione di quanto eventualmente eseguito in base ad esso e nel risarcimento dei danni occorsi all’offerente (venditore o compratore) invece adempiente.

Anzitutto, l’inadempimento è definito (all’articolo 62.1, lettera a) come il mancato pagamento, a favore del GME (e non della controparte contrattuale!) degli importi dovuti per ciascuna posizione netta, ai sensi dell’articolo 59 della disciplina. Quindi, il processo di “gestione dell’inadempimento” di cui agli articoli 63 e seguenti non è affatto lasciato nella disponibilità (e nell’onere) della controparte, ma viene attivato d’ufficio dal GME; e le sue conseguenze consistono, fra l’altro, nella sospensione dell’operatore inadempiente e nella chiusura delle posizioni nette in consegna ad esso relative (ottenute dalla somma algebrica delle transazioni concluse dall’operatore stesso sul MGAS), impregiudicati e inalterati i contratti da questi stipulati.

A quest’ultimo proposito, l’invulnerabilità dei contratti negoziati e perfezionati nell’ambiente del mercato del gas è ulteriormente ribadita, in via generale, nell’articolo 25 della disciplina, rubricato “Definitività delle contrattazioni”, ove: “fatto salvo quanto previsto dal successivo articolo 46 [e cioè la procedura di gestione degli errori a cui si è accennato], le contrattazioni di GAS concluse sul MGAS sono considerate definitive e vincolanti anche ai fini della garanzia, della compensazione e della liquidazione e regolazione delle partite economiche, nonché dei conseguenti obblighi che ne derivano, a partire dal momento in cui le offerte in acquisto e in vendita risultano verificate valide e congrue e sono accettate nel sistema delle offerte (...)”.

In pratica, l’esercizio di autonomia contrattuale, che consiste nell’immettere nel sistema una proposta di acquisto o vendita, è irreversibile e, comunque, il contratto che da esso scaturisce è sicuro e inattaccabile.