

**Comunicazione n. DIN/1055860 del 19-7-2001**

inviata alla ...

**Oggetto: Contratti swap sull'energia elettrica. Decreto n. 329 del 26 giugno 1997, recante norme di attuazione e di integrazione della riserva di attività prevista in favore delle imprese di investimento e delle banche circa l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi di investimento**

Con nota del ..., codesta società, operante in Italia - dal 9 maggio 2000 - nel campo della commercializzazione dell'energia elettrica, ha riferito alla Consob, oltre «*ad acquistare e vendere energia elettrica con la qualifica di grossista*», di offrire «*ai clienti idonei strumenti di copertura del rischio collegato alla volatilità dei prezzi dell'energia. La copertura di tale rischio è definibile come una normale attività di hedging e gli strumenti utilizzati sono contratti assimilabili, nella sostanza, alla categoria degli swap*».

Tale attività, secondo quando riferito nel quesito, si svolgerebbe «*nell'ambito di un rapporto commerciale di natura strettamente bilaterale e i contratti stessi*» si configurerebbero «*come strumenti finanziari dedicati all'attività dell'impresa e finalizzati a ridurre gli elementi di rischio insiti nella produzione*».

Codesta società ha precisato, altresì, che «*i contratti stessi non sono oggetto di sollecitazione al pubblico indistinto in quanto non costituiscono prodotti finanziari di investimento ma, ..., prodotti strumentali alla attività di impresa*»; sulla base di tali premesse la società ritiene «*che la negoziazione bilaterale di tali contratti non costituisca un'attività da sottoporre al controllo [della] Commissione alla stregua dell'ordinaria attività di sollecitazione al risparmio*», confidando in una conferma in tal senso.

Al riguardo, se è da osservare che i contratti a termine aventi ad oggetto energia elettrica, intesi come operazioni di compravendita a pronti o a termine aventi direttamente ad oggetto merci, non rientrano nella nozione di "strumenti finanziari" recata dal decreto legislativo n. 58/1998, non ravvisandosi nella effettuazione di tali operazioni lo svolgimento di alcuno dei "servizi di investimento" previsti dall'articolo 1 dello stesso decreto (confronta anche comunicazione Consob n. 96009251 del 15 ottobre 1996), diversamente si deve ritenere che costituiscono strumenti finanziari ai fini dell'applicazione del presente decreto, anche quando il pagamento avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti, i contratti "futures" su merci, e sui relativi indici, i contratti di scambio a pronti e a termine (swap) su merci nonché i contratti a termine collegati a merci, e ai relativi indici.

Per strumenti finanziari, infatti, a norma dell'articolo 1, comma 2 del decreto legislativo n. 58/1998, si intendono anche «*...i contratti di scambio a pronti e a termine (swap) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (equity swaps), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti*».

Il recepimento della direttiva n. 93/22/CEE, la quale espressamente contempla fra gli strumenti finanziari (Sezione B, n. 5, dell'Allegato) i «*contratti swaps su tassi di interesse, su valute o contratti di scambio connessi a indici azionari (equity swaps)*», ha determinato, infatti, il definitivo superamento di ogni dubbio circa la riconducibilità degli swaps alla categoria rilevante (articolo 1, comma 1, lettera g), del decreto legislativo n. 415/1996; articolo 1, comma 1, lettera g), del decreto legislativo n. 58/1998).

Con riferimento all'oggetto delle merci, si precisa che nella vigenza della legge n. 1/1991, la

CONSOB aveva (alla luce della lettera dell'articolo 1, comma 2) più volte escluso la riconducibilità nella nozione di "valore mobiliare" dei derivati su "merci"<sup>(1)</sup>.

Con il decreto legislativo n. 415/1996 (articolo 1, comma 1, lettere f, g, h, i) ed in seguito con il decreto legislativo n. 58/1998 (articolo 1, comma 2, lettere f, g, h, i) sono state espressamente contemplate le "merci" come possibile "sottostante" (oltre a tassi di interesse, valute, e indici) degli strumenti finanziari derivati.

Accertato, quindi, che il contratto *swap* è uno strumento finanziario occorre stabilire se l'operatività in *swap* su merci sia assoggettata a riserva in quanto integrante la prestazione di un servizio di investimento, con la conseguenza che un simile contratto dovrebbe richiedere l'intervento di un intermediario autorizzato.

L'attività consistente nella conclusione di contratti *swap* è stata, nel passato<sup>(1)</sup>, inquadrata dalla Commissione nella prestazione di un servizio di investimento e precisamente nel servizio di negoziazione in conto proprio.

Se la stipula di un contratto *swap* è, quindi, inquadrata nell'attività di negoziazione in conto proprio, al fine di considerare tale attività soggetta a riserva occorre accertare che la stessa sia svolta in modo professionale e nei confronti del pubblico.

Con riferimento al caso oggetto del quesito presentato da codesta società, si ritiene che, sulla base delle informazioni assunte, sussistano entrambi gli elementi.

Risulta chiara la volontà della società di svolgere tale attività in modo professionale, visto che tali contratti verrebbero ad essere stipulati, in quanto idonei alla copertura del rischio collegato alla volatilità dei prezzi dell'energia, contestualmente al contratto di vendita di energia elettrica; e che l'intenzione della società medesima sarebbe quella di svolgere tale attività anche nei confronti di quei "clienti idonei" che hanno acquistato l'energia da altri "grossisti" .

Il fatto, poi, che tale prestazione non sia svolta nei confronti di clientela *retail* ma di soggetti in possesso di determinate caratteristiche professionali (i c.d. "clienti idonei") che, in quanto tali, potrebbero rientrare nella categoria di operatori qualificati, non fa venire meno il fatto che tale attività sia svolta nei confronti del pubblico.

La Consob, infatti, ha più volte sostenuto che «il fatto che il fruitore del servizio ... sia o meno qualificato non rileva al fine di stabilire se tale servizio sia o meno prestato nei confronti del pubblico»<sup>(1)</sup> e che «la nozione di pubblico, invece, è configurabile anche quando una attività finanziaria è indirizzata ad una pluralità di persone che sono individuabili soltanto per effetto della loro mera appartenenza ad una determinata categoria di soggetti»<sup>(1)</sup>.

Ciò detto, se lo *swap* è uno strumento finanziario e l'operatività in tale strumento rientra nella prestazione del servizio di negoziazione in conto proprio, se svolto in modo professionale e nei confronti del pubblico, si deve concludere che - allo stato della attuale normativa - l'operatività in *swap* di codesta società costituirebbe attività riservata agli intermediari autorizzati alla prestazione del servizio di negoziazione in conto proprio.

---

<sup>(1)</sup> Comunicazioni Consob n.94003941 del 14 aprile 1994, n.94006825 dell'11 luglio 1994 e n.94010074 del 7 novembre 1994. Non erano, però, mancate pronunce della giurisprudenza che avevano qualificato come valore mobiliare un derivato lira/oro, forse in ragione della funzione latamente di investimento dell'impiego di somme nel metallo prezioso.

<sup>(2)</sup> Confronta comunicazioni n. 92004705 dell'1 luglio 1992 e n. 93005527 del 5 luglio 1993.

<sup>(3)</sup> Confronta comunicazione n. 99054304 del 13 luglio 1999.

<sup>(4)</sup> Confronta comunicazione n. 91007155 dell'11 dicembre 1991.

Un attento esame della direttiva n. 93/22/CEE, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, ha portato, tuttavia, la Commissione a ritenere applicabile al caso di specie, descritto nel quesito, l'articolo 2, paragrafo 2, della direttiva citata, laddove alla lettera i), si sancisce l'inapplicabilità della direttiva sui servizi di investimento *«alle persone la cui attività principale consiste nel negoziare materie prime tra loro o con produttori o utilizzatori a fini professionali di tali prodotti e che prestano servizi di investimento solo a tali controparti e nella misura necessaria all'esercizio della loro attività principale»* .

A tale riguardo, pur affermando l'astratta applicabilità della menzionata disposizione nel caso in esame, considerato che i "clienti idonei" possono essere considerati utilizzatori a fini professionali di energia elettrica, si evidenziano due ordini di ostacoli a considerare l'operatività in *swap* posta in essere da codesta società non soggetta a riserva per effetto della menzionata norma comunitaria, e precisamente:

- il decreto del Ministero del tesoro n. 329/1997, recante norme di attuazione e di integrazione della riserva di attività prevista in favore delle imprese di investimento e delle banche circa l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi di investimento, non contiene una norma di esenzione corrispondente a quella contenuta nell'articolo 2, paragrafo 2, lettera i) della direttiva n. 93/22/CEE;
- gli strumenti derivati su merci sono esclusi dall'ambito della applicazione della direttiva citata.

Si ritiene che nessuna norma contenuta nel decreto del Ministero del tesoro n. 329/1997 si presti, ragionevolmente, ad essere oggetto di una lettura, anche estensiva, volta ad escludere dalla riserva anche l'attività posta in essere da codesta società.

In particolare, non si presta ad una siffatta interpretazione l'articolo 1, comma 1, lettera b), del decreto che sancisce l'inapplicabilità del decreto legislativo n. 415/1996 *«ai soggetti che prestano occasionalmente ed a titolo accessorio un servizio di investimento nell'ambito di un'attività professionale disciplinata da disposizioni legislative e regolamentari che ammettono la prestazione del servizio»*.

La citata disposizione, infatti, ispirata all'articolo 2, paragrafo 2, lettera c), della direttiva 93/22/CEE, sembra riferirsi esclusivamente ai soggetti operanti nel campo delle libere professioni. Una tale interpretazione è suffragata dal diciottesimo "considerando" della direttiva, il quale nell'illustrare il contenuto del menzionato articolo 2, paragrafo 2, lettera c), evidenzia l'opportunità di escludere dal campo di applicazione *«chiunque eserciti altre attività professionali (per esempio avvocati, notai) e chiunque fornisca servizi di investimento unicamente a titolo accessorio, nell'ambito di tale altra attività professionale (...)*».

A ciò si aggiunga che l'esclusione dei prodotti derivati sulle merci (e sui relativi indici) dall'ambito di applicazione della direttiva, si ritiene renda quest'ultima insuscettibile di diretta applicazione nel caso di specie; ciò a prescindere da qualsivoglia considerazione circa la sussistenza, in capo all'articolo 2, paragrafo 2, lettera i), della direttiva, dei requisiti di precisione e determinatezza in presenza dei quali il problema dell'applicazione diretta della direttiva potrebbe effettivamente porsi.

Sulla base delle considerazioni sopra esposte, per risolvere la problematica dell'ammissibilità della stipulazione di contratti *swap* da parte di imprese "fornitrici" di energia elettrica e, più in generale, di soggetti la cui *«attività principale consiste nel negoziare materie prime...»*, potrebbe essere richiesto un intervento del Ministero dell'Economia e delle Finanze nell'esercizio del potere di attuazione e di integrazione delle riserve di attività di cui all'articolo 18 del decreto legislativo n. 58/1998.

Codesta società, infine, ha fatto riferimento a profili attinenti alla disciplina in tema di sollecitazione all'investimento di cui agli articoli 94 e seguenti del decreto legislativo n. 58/1998, in merito ai quali possono formularsi solo considerazioni di carattere generale.

In linea teorica, l'offerta al pubblico di contratti *swap* su merci o sui relativi indici è da considerare sollecitazione all'investimento in quanto detti contratti rientrano nel novero dei prodotti finanziari e più specificatamente, ai sensi dell'articolo 1, comma 3, del citato decreto, degli strumenti finanziari derivati.

Peraltro, per potersi considerare quale "offerta rivolta al pubblico" ai sensi dell'articolo 1, comma 1, lettera t), del decreto, come tale soggetta all'obbligo di redazione e pubblicazione di un prospetto informativo, l'operazione in esame dovrebbe avere determinate caratteristiche quali, essenzialmente, l'esistenza di condizioni contrattuali standardizzate e la connessa impossibilità da parte del potenziale aderente, di pattuire condizioni diverse da quelle originariamente previste; mancando tali elementi, e potendosi al contrario considerare il contratto concluso da codesta società con l'interessato quale espressione di "un rapporto commerciale di natura strettamente bilaterale" (come sembra desumersi nel quesito) verrebbe a mancare il carattere "Pubblico" dell'offerta e pertanto la sua stessa riconducibilità alla definizione di sollecitazione all'investimento sopra ricordata.

Ciò posto si evidenzia che - pur se i contenuti dell'operazione di che trattasi fossero uniformi e immutabili da parte dei contraenti, e l'offerta dei contratti di *swap* qualificabile, di conseguenza, quale sollecitazione all'investimento - occorrerebbe comunque verificare l'applicabilità delle ipotesi di esenzione dalla relativa disciplina previste sia dall'articolo 100 del decreto legislativo n. 58/1998, sia dall'articolo 33 del regolamento Consob n. 11971/99 e successive modifiche.

In particolare:

- in relazione alla qualità dei destinatari dell'operazione, il combinato disposto degli articoli 100, comma 1, lettera a) e 30, comma 2, del decreto citato e dell'articolo 31, comma 2, del regolamento n. 11971/99, esclude l'applicabilità della disciplina in tema di sollecitazione all'investimento alle offerte rivolte agli investitori professionali, tra i quali rientrano, oltre gli intermediari autorizzati, anche "ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante". Pertanto, qualora i "clienti idonei" cui codesta società si rivolge per la stipulazione del contratto di *swap* attestassero, con le modalità prescritte, la loro competenza ed esperienza nelle operazioni sopra indicate, l'offerta non sarebbe soggetta alla disciplina della sollecitazione all'investimento;
- con riferimento al numero dei destinatari dell'operazione, l'articolo 33, comma 1, lettera a), del regolamento Consob sopra citato, esclude l'applicabilità delle disposizioni sulla sollecitazione alle offerte "rivolte ad un numero di soggetti non superiore a duecento";
- avuto riguardo al valore degli strumenti finanziari offerti, lo stesso articolo 33, comma 1, lettere b) e c), prevede l'esenzione di che trattasi, rispettivamente, per le sollecitazioni "aventi ad oggetto prodotti finanziari di ammontare complessivo non superiore a 40.000 euro" (ipotesi non configurabile, evidentemente, nel caso in cui si trattasse di strumenti emessi "a rubinetto"), ovvero per quelle "in cui è richiesto un investimento unitario minimo non inferiore a 250.000 euro".

p. IL PRESIDENTE  
Lamberto Cardia