

LEZIONE 5

IL CONTRATTO “*FUTURE*”

1) Definizione.

I “*futures*” vengono ascritti tra gli strumenti finanziari ***derivati*** (per inquadrarli dal punto di vista sistematico si rinvia all'inizio della lezione 6), cioè quegli strumenti prodotti dall'innovazione finanziaria in conseguenza dell'accentuarsi dell'instabilità dei tassi (di cambio o d'interesse) e delle variazioni dei prezzi di determinati strumenti finanziari (espressamente indicati nelle lett. *d*)-*f*) e *j*) dell'art. 1, comma II, TUF). Essi *derivano il loro valore da quello di uno strumento finanziario negoziato su un altro mercato (cc.dd. beni o attività finanziarie “sottostanti”)*.

Il ***future*** è un contratto con il quale ci si obbliga a consegnare (o a ritirare) in un mercato regolamentato (quale ora il SEDEX o l'IDEM, entrambi istituiti e gestiti da Borsa Italiana s.p.a.) un determinato quantitativo di merci o di altri beni (titoli di Stato, azioni, obbligazioni, valute, beni componenti un indice) ad un dato termine futuro e ad un prezzo concordato dalle parti.

Si tratta di contratti standardizzati, rispetto ai quali i contraenti stabiliscono esclusivamente il ***prezzo***. Le altre clausole sono pre-definite dalle autorità direttive delle singole organizzazioni di mercato (ovvero, dalle SGM o dal singolo intermediario, come internalizzatore sistematico o gestore di sistemi multilaterali di negoziazione), oppure in via eccezionale dalle Autorità di controllo. Questa standardizzazione interessa:

- I) *i beni oggetto dei contratti negoziati*** (in base ai quali si definisce la tipologia di contratto);
- II) *la quantità del bene (o il valore nominale del titolo)*** oggetto di contrattazione;
- III) il termine (detto *scadenza*) del contratto;**

IV) i soggetti ammessi alla contrattazione (ovvero, all'organizzazione;

V) l'ammontare dei “margin di garanzia” (che viene determinato dalla Cassa di compensazione e garanzia o *Clearing House*; v. *infra*).

Le clausole della *standardizzazione* di cui si parla sono prestabilite dalle autorità competenti, cioè l'intermediario negoziatore e la SGM titolare dell'ambito di mercato dove si realizza la negoziazione. Esse sono uguali per tutti i contratti dello stesso tipo in ogni operazione, variando solo il prezzo che resta nella libera disponibilità delle parti. La standardizzazione *rende più semplice e rapido l'accesso alle negoziazioni, assicurando la liquidità del mercato dei futures*, liquidità intesa come la possibilità di incontrare rapidamente sul mercato una controparte, una volta manifestata l'intenzione di porre in essere una transazione.

2) Caratteristiche.

La peculiarità del *future* – e delle relative organizzazioni di mercato – è l'esiguità dei casi in cui alla scadenza si addiène effettivamente alla consegna di una certa quantità "fisica" del bene sottostante:

A) solitamente si provvede ad acquistare sul mercato, anteriormente alla scadenza del contratto, una posizione uguale e contraria a quella assunta in precedenza (c.d. “offset”), determinando così la possibilità di una compensazione con l'obbligazione già assunta. In particolare, poiché la *Clearing House* – cioè, la predetta “**Cassa, o Stanza, di compensazione e garanzia**”¹ – è direttamente o indirettamente la controparte dell'operatore in tutti i contratti stipulati sul relativo mercato, le posizioni di acquisto e di vendita assunte rispetto a contratti dello stesso tipo, successivamente

stipulati dal medesimo operatore nel identico periodo di negoziazione da liquidare, vengono automaticamente ed immediatamente compensate. Ciò avviene perché lo stesso soggetto si trova ad essere contemporaneamente compratore e venditore degli stessi beni rispetto alla *Clearing House*. Tale circostanza dà luogo alla semplice **liquidazione della differenza tra i prezzi pattuiti** per gli opposti contratti, e alla **liberazione delle garanzie prestate**. Per queste ultime, si tratta di somme di denaro versate a titolo di deposito cauzionale.

B) in altri casi (ed obbligatoriamente nell'ipotesi che oggetto del contratto sia un indice) **si avrà** semplicemente **il pagamento di una prestazione consistente nella differenza tra il prezzo fissato alla stipulazione e il valore del future alla scadenza** (liquidazione differenziale, come in generale nei **CFD**, cioè *Contracts for difference*).

C) nel caso in cui un contraente manifesti il proposito di consegnare o ricevere i beni o i titoli oggetto del contratto – cosa possibile soprattutto quando l'operazione sul mercato *futures*² ha un'effettiva funzione di copertura rispetto ad un'altra sul mercato sottostante – **è la Clearing House ad "assegnare" la controparte** scelta in via casuale o secondo criteri variamente disposti, ma sempre oggettivi e predeterminati, fra gli operatori che si trovano nella posizione opposta (e simmetrica) a quella fatta valere. Questa funzione della Cassa di compensazione e garanzia consiste dunque nella gestione dalla liquidazione dei contratti e della consegna dei beni o titoli alla scadenza.

¹ Che attualmente costituisce, come Borsa Italiana S.p.a., una società del gruppo *London Stock Exchange*.

² Il MIF (Mercato italiano dei *futures*) si è trasformato inizialmente in IDEM, oggi denominato **IDEX**.

Come si nota, la negoziazione dei *futures* presuppone una specifica organizzazione del relativo mercato nella **Clearing House**. Essa *si pone come controparte in tutti i contratti futures e ne garantisce il buon fine, eliminando il rischio d'insolvenza* (come applicazione specifica del rischio di controparte), che potrebbe trasformarsi addirittura in insolvenza del mercato. Il meccanismo della compensazione anticipata delle operazioni (con la contestuale liquidazione della differenza tra il prezzo pattuito nell'operazione iniziale e quello dell'operazione in senso contrario utilizzata per la compensazione) consente di *limitare l'impegno finanziario richiesto per operare sul mercato dei futures*. Si precisa che l'*offset* – e quindi l'ammissibilità di una liquidazione dell'operazione su base differenziale – costituisce una possibilità che migliora oggettivamente la liquidità nei mercati *futures* soprattutto quando sugli stessi operano investitori qualificati³ e investitori professionali.

3) Il sistema dei margini di garanzia a variazione giornaliera.

È uno dei sistemi di garanzia (di cui si tratterà più diffusamente più avanti) che si riscontra sul mercato dei *futures* ma non solo, giacché l'istanza di garantire la liquidazione riguarda tutte le organizzazioni di mercato. Esso **ha la funzione di garantire la Cassa di compensazione e garanzia rispetto al rischio di perdite** legate all'eventuale inadempimento dell'operatore che costituisce la sua controparte in una data operazione (c.d. "**rischio controparte**", particolarmente sentito dalle imprese in certe fasi negative della congiuntura economica).

All'atto dell'acquisto o della vendita di un *future* (dunque, alla stipula del relativo contratto), l'operatore è obbligato a versare (su un conto

³ Il concetto deriva sia dall'art. 34-ter, comma I, lett. b) Reg. Emittenti, che dal successivo art. 34-quater, ma anche dalla lett. h) dell'art. 1, comma I, del D.M. n. 228/1999.

particolare aperto presso la Cassa) un margine iniziale, detto anche “**deposito di garanzia**”, di cui si fissa l’ammontare per ciascun tipo di contratto. Al termine di ogni giornata di contrattazioni, vengono richieste all’operatore (ovvero, addebitate sul suo conto) delle somme commisurate alla variazione dei prezzi (in aumento o in diminuzione), come risultante dalla quotazione di chiusura giornaliera del contratto considerato.

Pertanto, l’operatore che ha sofferto una variazione sfavorevole dei prezzi di mercato sul SEDEX o l’IDEM (cioè, un aumento del prezzo del contratto *future*, se veste i panni del compratore, ovvero la sua diminuzione, se invece costituisce la parte venditrice) è tenuto a versare una somma ulteriore a titolo di margine; mentre l’operatore che ha goduto di una variazione favorevole dei prezzi vede il proprio margine accresciuto di un ammontare corrispondente alla variazione suddetta. Tali somme costituiscono i ***margini di variazione*** e il meccanismo di adeguamento giornaliero dei margini è denominato “***marking to market***”.

Gli operatori che hanno visto aumentare il proprio conto possono prelevare le somme in esubero rispetto all’ammontare previsto come margine iniziale, mentre gli altri devono versare la differenza sofferta in diminuzione prima dell’inizio della successiva giornata di contrattazioni, pena – in caso d’insolvenza di un operatore – la liquidazione completa delle posizioni da lui detenute ad opera della Cassa.

I margini relativi ai *futures* si caratterizzano, inoltre, per il loro ammontare esiguo rispetto al valore del contratto (solitamente resta nell’ordine del 10% del valore).

Il margine iniziale viene determinato, solitamente, con riferimento a:

- A)** la *volatilità dei prezzi* relativi ai contratti trattati;
- B)** la *liquidità del mercato* (intendendosi per “liquidità del mercato” in ragione della possibilità di reperire facilmente sul mercato una

controparte, una volta manifestata l'intenzione di porre in essere una transazione);

C) la *propensione al rischio* degli operatori presenti su quel mercato.

4) Il *cash settlement*.

Si è già detto che nei *futures* l'adempimento mediante consegna dei beni sottostanti costituisce un fatto eccezionale, mentre più frequente è la compensazione realizzata mediante l'acquisizione di una posizione contrattuale opposta e simmetrica alla scadenza. Questa modalità di esecuzione si riduce, poi, nel pagamento di una data somma di denaro, ad opera della parte che ha sofferto una variazione avversa dell'andamento dei prezzi rispetto al prezzo del contratto pattuito all'atto della stipulazione.

La prestazione pecuniaria, allora, è fissata nella differenza tra il prezzo fissato alla conclusione del contratto e il prezzo "a pronti" del giorno di scadenza. Essa viene eseguita dal "venditore" nell'ipotesi di un rialzo dei prezzi sul mercato, dal "compratore" in caso di ribasso dei prezzi.

Il *cash settlement* caratterizza i contratti futures nella misura in cui la funzione svolta dal relativo mercato non consiste nell'approvvigionamento, bensì nella copertura dal rischio, nell'arbitraggio e nella speculazione.

È da precisare che la regolazione prevista all'art. 29 e 29-bis della Circ. 164 (relativa alla vigilanza sugli intermediari del mercato mobiliare) si riferisce espressamente a tutta la tipologia degli strumenti finanziari qui trattati.

5) Funzione dei mercati *futures*.

Tradizionalmente essa è individuata nella *funzione di copertura delle variazioni sfavorevoli dei prezzi sui mercati a pronti (funzione di copertura del rischio)*.

Si possono realizzare due forme di copertura:

- I) lo **short hedge** realizza la copertura del rischio (di variazioni sfavorevoli dei prezzi sul mercato a pronti) a favore di chi acquista (o possiede già) un determinato bene sul mercato a pronti e vende lo stesso bene sul mercato *futures* a una scadenza futura, per garantirsi rispetto ad un'eventuale futura diminuzione dei prezzi;
- II) il **long hedge**, invece, consiste nell'acquisto di un dato bene sul mercato *future*, teso ad evitare che eventuali aumenti di prezzo sul mercato a pronti rendano più oneroso l'acquisto già previsto per un momento successivo.

Sul mercato *futures* sono realizzate anche operazioni rispondenti a una **funzione di arbitraggio**, cioè:

- A) acquisti o vendite compiuti sfruttando temporanee disarmonie dei prezzi tra mercato *future* e mercato a pronti;
- B) acquisti o vendite tra diverse scadenze di un medesimo titolo;
- C) acquisti o vendite fra contratti diversi con la stessa scadenza;
- D) Acquisti o vendite tra i prezzi di uno stesso contratto quotato contemporaneamente su mercati diversi.

Si reputa **caratteristica delle operazioni di arbitraggio l'assenza di rischio (ovvero la modesta rischiosità) di tale strategia**, che realizza sostanzialmente un investimento su un determinato mercato in funzione della previsione di un andamento dei prezzi. L'investimento è tale da consentire opportunità di profitto: si prevede, in sostanza, che la differenza tra i prezzi considerati - detta, in termini tecnici **spread** - potrà variare in modo profittevole; in altri casi si gioca sulla differenza tra prezzi già in essere.

La **funzione speculativa** dei mercati *futures* è svolta dagli operatori che comprano o vendono contratti *futures* (confidando, evidentemente, in un andamento favorevole del mercato) senza tuttavia detenere alcuna

posizione nel mercato a pronti corrispondente. Essi decidono di aprire una posizione di acquisto sul mercato dei futures in previsione di un andamento crescente dei prezzi relativi. Viceversa, se la previsione è relativa ad un ribasso, gli speculatori apriranno posizioni di vendita.

Ogni operatore (*hedger*, investitore-arbitraggista o speculatore che sia) risulta indispensabile al buon funzionamento del mercato, dal momento che le varie categorie di operatori, agendo in concorrenza tra loro, garantiscono l'equilibrio e all'efficienza operativa (riducendo i costi di copertura e migliorando la liquidità del mercato) dello stesso, che svolge così anche una *funzione di price discovery*, consistente cioè nella trasmissione di informazioni (in chiave di previsione, evidentemente) sul futuro livello dei prezzi sul mercato sottostante (cioè il mercato a pronti relativo ai beni oggetto del contratto *future*)

6) Classificazione.

Una prima distinzione è basata sulla natura dei beni che costituiscono l'oggetto del contratto *future*, così da distinguere:

A) i “commodity futures” (o *futures* su merci); non tutte le merci si prestano ad essere trattate sui mercati dei *futures* : costituiscono possibili oggetti di tale tipo contrattuale ***solo prodotti o materie prime con larghissimo mercato*** (negoziabili in condizioni di libera concorrenza, disponibili sul mercato dappertutto e in tutti i periodi dell'anno, suscettibili di essere classificati in base a dati “*standard*” qualitativi; si tratta in genere di prodotti trattati sul mercato internazionale e generalmente⁴ destinati ad un largo impiego industriale. Un'ulteriore condizione per determinare un mercato dei

⁴ Fanno eccezione, ad es., i *futures* che si riferiscono ai grandi vini rossi da invecchiamento, utili a consentire sia alle imprese produttrici che ai soggetti finanziatori di “mobilizzare” il sottostante (ad es., per coprire i costi della sua produzione) nel periodo in cui questo – essendo in fase d'invecchiamento, non è ancora sul mercato.

futures è che la merce in discorso sia intensamente trattata per consegna differita nel mercato dei beni disponibili; inoltre, le merci in discorso sono solitamente soggette ad ampie e frequenti fluttuazioni di prezzo.

B) i “*financial futures*” (o *futures* finanziari): si tratta dei contratti aventi ad oggetto *strumenti finanziari* invece delle merci, nati negli anni '70 in funzione dell'accentuarsi delle fluttuazioni dei prezzi (dei valori mobiliari), dei tassi d'interesse e dei cambi; gli acquirenti di *financial futures* sono principalmente istituti di credito e risparmio, nonché compagnie di assicurazione. In base all'oggetto, si può operare, anche a proposito dei *financial futures* un'ulteriore distinzione: si parla, infatti di :

I) *interest rate futures*, che offrono la possibilità di copertura della variazione del tasso d'interesse, ed hanno ad oggetto titoli a reddito fisso (ad es. titoli di stato) a lungo o a breve termine;

II) *currency futures*, che hanno ad oggetto l'acquisto o la vendita di valute, consentendo di contrastare il c.d. “rischio di cambio”;

III) *stock index futures*, che costituiscono i contratti di più recente introduzione e hanno ad oggetto indici di borsa (o altri indici del genere) ; dunque, non una data quantità (il “lotto”, quantità minima indivisibile di un dato titolo o valuta, ma un “portafoglio di titoli o valute predeterminati. Per questo alla scadenza non si avrà la consegna di titoli o valute (contemplati nel “portafoglio”) ma solo la liquidazione per contanti delle differenze di valore (“*cash settlement*”).

7) Qualificazione.

Il problema della qualificazione del contratto *future* non è di agevole soluzione. Manca, infatti, una vera e propria tipizzazione del contratto a livello normativo, dal momento che le norme intervenute di recente a disciplinare il fenomeno non solo danno per scontata la fattispecie (che dunque deve essere ricavata dall'interprete sulla base della tipicità "sociale" del contratto), ma si limitano a disciplinare il mercato finanziario sul versante - per così dire - "pubblicistico", disponendo controlli dei soggetti su di esso operanti e della loro attività.

Inoltre, l'**art. 23, comma IV**, dispone che ai contratti di cui al comma I non si applica la disciplina dell'art.1933⁵, che concerne il pagamento dei debiti di gioco e delle scommesse, con ciò evidenziando un elemento utile alla qualificazione dei contratti *futures*.

La legge in questione si era già occupata in precedenza dei contratti uniformi a termine all'**art. 1, comma II**, dove li aveva definiti come valori mobiliari, facendoli oggetto dell'attività riservata alla società d'intermediazione mobiliare (S.I.M.).

Attualmente si menzionano i "*futures*" nel TUF all'**art. 1 comma 2, lettere d-g) e j) come strumenti finanziari "standardizzati"** che possono costituire oggetto di tutti i servizi d'investimento.

I principali contributi della dottrina circa la qualificazione del contratto *future* distinguono a seconda che sia o meno astrattamente possibile una consegna del bene trattato:

- I)** hanno sostanzialmente ricondotto i contratti su titoli, merci o valute (di cui è ammissibile la consegna alla scadenza) nella fattispecie della *vendita a termine*;
- II)** hanno considerato invece i cc.dd. *index futures* (per i quali, come si è visto, non è possibile la consegna alla scadenza del contratto)

⁵ In tal senso, ora l'art. 23, comma V, TUF.

come **contratti innominati** per i quali è possibile richiamare la figura del contratto differenziale. In tal senso depone anche il tenore letterale della **Deliberazione CONSOB dell'11 ottobre 1994**, dove si afferma - a proposito dello *stock index future* - che “il contratto non prevede alla scadenza la consegna dei titoli che compongono l'indice Mib 30 (attualmente nella sostanza corrispondente al nuovo S&P MIB)” e che “l'ultimo giorno di contrattazione dopo la chiusura delle negoziazioni, le posizioni contrattuali ancora in essere sono valorizzate sulla base del valore dell'indice Mib 30 calcolato sui prezzi di apertura... dei titoli che compongono il paniere... nella medesima giornata di borsa (prezzo di liquidazione) e quindi vengono liquidate con somma pari alla differenza tra il valore dell'indice stabilito alla stipulazione del contratto e il valore assunto dall'indice il giorno di scadenza (art. 2, comma I, lett. g), **deliberazione CONSOB n. 9483 del 2 ottobre 1995**).

A seguito degli interventi normativi attuati a livello primario e regolamentare i contratti **future** devono essere considerati come **contratti tipici**, escludendosi sia la necessità di un rinvio alla compravendita a termine, che la qualifica di contratti innominati. Essi sono suscettibili di una ricostruzione unitaria che, pur tenendo in debito conto la possibilità di esecuzione con consegna (possibile sia per i *commodity futures* che per alcune categorie di *financial futures*), ponga al centro della fattispecie la sua struttura caratteristica, ma soprattutto la funzione propria dello schema contrattuale considerato. Quest'ultimo consiste nell'**assunzione di un rischio** (qualificato alternativamente da finalità di copertura, di speculazione, o di arbitraggio) verso una remunerazione o una copertura

dai rischi corrispondenti all'andamento dei prezzi sul mercato, qualora questo si sia verificato come favorevole.

Anche lì dove sia prevista o possibile la consegna dei beni alla scadenza, il contratto si qualifica in funzione dell'offerta di uno *strumento per la copertura, la speculazione o l'arbitraggio, piuttosto che come strumento dello scambio e della circolazione dei beni*.

Ciò spiega perché il *future*, diversamente da altri contratti a termine, viene utilizzato come strumento finanziario in sé⁶, piuttosto che senza una relazione diretta tra lo scambio dei titoli (o dei beni) sul mercato a pronti, permettendo il trasferimento del rischio indipendentemente dal trasferimento della ricchezza.

A favore della ricostruzione unitaria dei *futures* milita anche una considerazione relativa alla previsione di un'esecuzione giornaliera (con il sistema dei margini di garanzia) che si aggiunge all'esecuzione finale, e che viene disciplinata in modo uguale per tutti i tipi di *futures*, senza quindi considerare se sia possibile o meno un'esecuzione (finale) per consegna.

Da ultimo, in dottrina si reputano tutti i contratti *futures* caratterizzati comunque da una sostanziale ***aleatorietà*** della prestazione (per quanto attiene alla esecuzione giornaliera, ma anche per l'esecuzione finale), in quanto la prestazione viene determinata, nella sua esistenza ed entità, in funzione di un evento futuro ed incerto.

⁶ V. ancora l'esplicita previsione dell'art. 1, comma II, lett. d)-g) e j), TUF, per cui oggi non è più dubitabile che i *futures* costituiscano contratti e strumenti finanziari tipici per il nostro ordinamento.