

*La negoziazione e  
rinegoziazione di  
covenant e contratti  
derivati quali strumenti  
funzionali all'erogazione  
del credito*

# I contratti bancari al vaglio della giurisprudenza

- ~ I contratti bancari sono gli strumenti negoziali ultimamente più studiati ed indagati dalla giurisprudenza nazionale, essendo peraltro l'espressione di una notevole capacità creativa, in continua evoluzione.
- ~ Conoscerli, per il professionista, significa poter offrire una consulenza efficace e fornire un valore aggiunto.
- ~ Esempi tipici di queste fattispecie negoziali sono proprio i contratti e le clausole negoziali oggetto dell'odierno incontro, ovvero i contratti «*derivati*» ed i «*covenant*» collegati ai finanziamenti.
- ~ Si tratta di negozi che all'apparenza paiono non avere nulla in comune ma che in realtà debbono confrontarsi con analoghe complesse valutazioni di tipo tecnico – giuridico.

# Contratti bancari/finanziari atipici, validità e vaglio di meritevolezza

- “ Il primo punto di contatto tra tutti i contratti bancari atipici o innovativi riguarda la verifica della loro validità alla luce dei principi propri del nostro ordinamento giuridico.
- “ I punti cardine sono la meritevolezza dell'interesse perseguito ai sensi dell'art. 1322 c.c. e la determinabilità dell'oggetto ai sensi dell'art. 1346 c.c.
- “ Non si dovrebbe mai dare per scontato che un contratto atipico soddisfi questi requisiti, dovendo gli stessi essere analizzati caso per caso. Una vera e propria palestra su queste questioni sono stati, dopo la crisi finanziaria del 2008, proprio i contratti derivati, che tra il 2005 ed il 2008, ovvero in un periodo di forte crescita dell'euribor, costituivano un'alternativa utile per banca e cliente ai fini della limitazione dei rischi di incremento dei costi del credito.
- “ Si potrà analizzare brevemente quali sono state le più interessanti pronunce in materia di validità di contratti derivati, per poi verificare se le stesse costituiscano un riferimento utile anche per figure negoziali più attuali quali i covenant sul credito

# Definizione di contratti derivati

- “ In finanza, è denominato strumento derivato ogni contratto o titolo il cui prezzo sia basato sul valore di mercato di un altro strumento finanziario, definito sottostante (come, ad esempio, azioni, indici finanziari, valute, tassi d'interesse o anche materie prime).
- “ Per quel che riguarda i contratti bancari di particolare interesse sono i derivati sui tassi, applicati sia con funzione speculativa che come strumenti di copertura del rischio di incremento del tasso euribor.
- “ Esempio più classico è l'interest rate swap, in base al quale le parti concordano un nozionale di riferimento e stabiliscono che il cliente paghi un dato tasso fisso su tale nozionale e la banca paghi un tasso variabile rapportato all'euribor.

# Requisiti di meritevolezza del derivato

- “ La giurisprudenza si è espressa nel senso della meritevolezza e dunque della validità di questi contratti, sia se speculativi sia se di copertura. Il derivato speculativo è stato definito come *«scommessa legalmente autorizzata, la cui causa, ritenuta meritevole dal legislatore dell’intermediazione finanziaria, risiede nella razionale e consapevole creazione di alee che, nei derivati c.d. simmetrici, sono reciproche e bilaterali.»* (cfr. Corte d’appello di Milano, sentenza n. 3459/2013). Sul punto viene richiamato l’art. 23 del TUF, che al comma 5 esclude l’applicazione dell’art. 1933 del Codice Civile agli strumenti finanziari derivati. L’art. 1933 esclude la possibilità di agire in giudizio per chi vince una scommessa. Nei derivati, in forza della deroga, tale azione sussiste
- “ I derivati di copertura sono invece ritenuti validi solo a determinate condizioni, ovvero: i) un esplicito collegamento con un sottostante finanziamento; ii) un’elevata correlazione tra le caratteristiche del finanziamento ed il derivato (ad esempio durata) in modo che risulti pacifica la funzione di copertura (Cassazione, 31 luglio 2017, n. 19013)

# Il mark to market

- “ Se la giurisprudenza si è espressa favorevolmente circa la meritevolezza dei derivati, maggiore rigore è stato invece espresso circa il loro contenuto.
- “ In particolare spesso i derivati sono stati dichiarati nulli per indeterminabilità del loro oggetto. E' stato in particolare valutato il c.d. mark to market, ovvero il costo di estinzione del prodotto in un determinato momento storico (compresa la data della sua stipulazione).
- “ Tale valore viene quantificato sulla base di apposite formule matematiche, considerando la differenza tra la componente obbligazionaria in capo alla banca e quella in capo al cliente. Si considera, in particolare, la curva previsionale dei tassi di interesse attesi nel momento (tassi forward). Se il tasso che dovrà pagare il cliente, in base ai tassi forward attesi, sarà più elevato di quello che dovrà pagare la banca, allora il contratto è in una situazione di squilibrio a favore della banca, ed il cliente dovrà versare una somma in caso di estinzione dello strumento.
- “ Tale somma è appunto il costo di estinzione del derivato, il suo mark to market o anche *fair value*. Se tale costo esiste nel momento di stipulazione del contratto significa che il contratto non è paritario, ma nasce già a vantaggio della banca, che in questo modo percepisce una commissione se non viene previsto un up front.

# L'importanza del mark to market e della metodologia per calcolarlo

- “ La più recente giurisprudenza ritiene che il mark to market, inteso come costo di estinzione in un determinato momento, costituisca oggetto del contratto e come tale debba essere determinabile sulla base di indici precisi.
- “ Specificamente è stato più volte ribadito che nei contratti di Interest rate swap, la mancata esplicitazione del modello matematico di pricing rende nullo il contratto per indeterminabilità dell'oggetto (Tribunale di Milano 07 luglio 2016)
- “ Dunque fondamentale nell'ambito della negoziazione di un contratto derivato è la precisazione di modelli matematici e formule definite per quantificare il mark to market del prodotto, pena la potenziale nullità dello stesso.
- “ Questo tema viene spesso trattato anche dalle corti locali. In particolare gli strumenti derivati vengono assoggettati a verifiche tramite consulenze tecniche d'ufficio per stabilire se, sulla base del contratto, il mark to market risulti univocamente determinabile o no.
- “ Nell'ambito di queste consulenze è ad esempio emerso che anche utilizzando la stessa formula matematica, ma estraendo i dati di base (come i tassi forward) da una piattaforma piuttosto che un'altra (ad esempio da Reuters piuttosto che da Bloomberg) sussistono scostamenti significativi nei risultati.
- “ Tale questione è di notevole interesse anche ai fini della redazione del bilancio, in quanto il fair value dei prodotti derivati deve essere necessariamente riportato in nota integrativa. Un criterio di calcolo chiaro e uno specifico riferimento alla fonte dei dati da utilizzare rappresentano non solo una garanzia di validità dello strumento, ma altresì una difesa della correttezza del bilancio.

# Conclusioni sulla negoziazione o rinegoziazione dei derivati

- ~ Alla luce di quanto sopra, nell'accompagnare i clienti nella negoziazione o rinegoziazione dei derivati si possono individuare le seguenti linee di comportamento
- ~ 1. Verificare che il derivato sia idoneo ad assolvere la sua funzione. In particolare se il derivato è di copertura vi deve essere stretta correlazione tra finanziamento coperto e derivato per quel che riguarda durata e valutazione dei tassi.
- ~ 2. Verificare l'andamento previsto del derivato attraverso un'analisi del mark to market del prodotto alla data della stipula. Infatti un derivato può partire molto negativo per il cliente.
- ~ 3. Accertarsi che il mark to market sia determinabile con certezza, mediante l'esplicitazione nel contratto della formula matematica di pricing e delle banche dati da cui attingere gli input necessari al conteggio (ad esempio Reuters o Bloomberg).

# I covenant

- “ Gli accenni al trattamento giuridico dei derivati consentono di introdurre la seconda tipologia negoziale oggetto di analisi.
- “ I covenant sono pattuizioni contrattuali contenute nell’ambito di un contratto di finanziamento e finalizzate a garantire il soggetto finanziatore attraverso l’impegno del finanziato a tenere o a non tenere determinati comportamenti o a raggiungere determinati risultati. La violazione del patto determina aumento dei tassi di interesse o risoluzione del finanziamento.
- “ I covenant rappresentano uno strumento molto utile, in quanto consentono di evitare il rilascio di garanzie reali o personali. Si nota nella pratica oramai l’utilizzo dei covenant anche per imprese medio piccole.
- “ I covenant non hanno un contenuto tipico e devono essere negoziati e cuciti appositamente per il caso concreto, in relazione non solo alle caratteristiche del cliente, ma anche all’andamento del settore di appartenenza.

# Alcuni esempi di covenant finanziari e non finanziari

- “ Si può dire che attraverso i covenant la banca entra in azienda, esercitando un controllo sul suo andamento ed imponendo determinati comportamenti a tutela del proprio credito, pena l'aumento di tassi o la richiesta di rientro in caso di violazione.
- “ Non potendo essere fatta una lista esaustiva di tali accordi, ci si deve limitare a proporre alcuni esempi.
- “ - covenant non finanziari, non collegati al bilancio: può trattarsi di covenant restrittivi (obbligo di non modificare la compagine sociale; obbligo di non concedere finanziamenti infragruppo; obbligo di non acquisire partecipazioni in altre società; obbligo di non prestare garanzie a terzi); covenant informativi (obbligo di comunicare periodicamente i dati sull'andamento della società);
- “ covenant finanziari, collegati al bilancio: impegno a mantenere un certo patrimonio netto contabile (devono essere definiti i parametri); impegno a mantenere l'indebitamento totale entro un certo limite (anche qui indebitamento da definire); impegno a mantenere il capitale circolante in rapporto all'indebitamento a breve termine al di sopra di un limite stabilito;

# Gli indici più utilizzati nei covenant

- ~ Gli indici più utilizzati come indicatori nei covenant sono: i) la Posizione Finanziaria Netta (per verificare solidità patrimoniale e finanziaria dell'impresa); ii) l'EBITDA (per verificare la capacità dell'impresa di generare flussi di reddito nella gestione caratteristica); l'EBIT (margine più ampio che considera svalutazioni e ammortamenti).
- ~ Tali indici sono spesso rapportati tra loro. In particolare l'indice più utilizzato nei covenant è proprio il rapporto tra Posizione Finanziaria Netta ed Ebitda.
- ~ In tale modo si stima la sostenibilità dell'indebitamento finanziario netto rapportandolo con il flusso reddituale caratteristico.

# Il giudizio di meritevolezza e di determinabilità dei covenant

- “ Alla luce delle superiori definizioni si può ora tentare di sottoporre i covenant a quell’analisi di meritevolezza e determinabilità che ha già caratterizzato i contratti derivati a livello giurisprudenziale.
- “ Per quel che riguarda il primo aspetto, non paiono esserci molti dubbi sulla meritevolezza dell’interesse perseguito. Si tratta di una forma di garanzia del creditore, che aiuta peraltro anche il debitore, evitando la concessione di garanzie reali o personali che potrebbero essere meno facilmente tollerabili
- “ In merito alla determinabilità del contenuto dei covenant possono emergere maggiori problemi. Infatti laddove le valutazioni di certi indicatori e/o poste di bilancio siano assoggettate ad un certo margine di discrezionalità, sussiste il rischio di conflitto tra banca e cliente, proprio come accaduto sui derivati.
- “ Si pensi ad esempio anche solo all’impatto che può avere a livello di bilancio la presenza di un fair value di un contratto derivato valutato sulla base di una certa metodologia piuttosto che di un’altra.

# Conclusione sulla negoziazione o rinegoziazione dei covenant

- “ Sta alle parti evitare il più possibile i margini di soggettività negli indicatori di riferimento dei covenant, per esempio definendo l'utilizzo di basi dati certe e di componenti oggettive e non discutibili.
- “ La sussistenza di margini valutativi di certe poste di bilancio lascia altrimenti molto spazio a possibili contestazioni tra le parti.
- “ Da tenere presente che una diversa valutazione di alcune poste di bilancio può dipendere anche dall'entrata in vigore di una riforma legislativa, come accaduto ad esempio nel 2015 con il DLgs 139.
- “ In questo caso il mancato rispetto dei covenant poteva dipendere non tanto da un peggioramento delle performance della debitrice, ma da una modifica dei criteri di redazione del bilancio.
- “ Che accade in questo caso ai covenant? Continuano a trovare applicazione?
- “ Vanno rinegoziati? La soluzione migliore è senz'altro una rinegoziazione tra le parti, laddove possibile o ancora possibile.

# Un cenno alla proposta di regolamento UE sui crediti deteriorati

- ~ Nell'ottica della rinegoziazione di contratti di finanziamento e accessori, come derivati e covenant, un cenno merita la proposta di modifica al regolamento 575/2013 sui crediti deteriorati del Parlamento Europeo.
- ~ Infatti tale regolamento tende a disincentivare le così dette misure di tolleranza sui crediti, ovvero l'abbassamento dei tassi, la sospensione delle rate o l'allungamento delle tempistiche di rientro.
- ~ La proposta di regolamento prevede che all'esito di tali interventi il credito venga comunque classificato come deteriorato, salva la sussistenza di alcune rigorose limitazioni.
- ~ Ciò naturalmente potrebbe condurre ad irrigidire molto il rapporto banca cliente, anche nell'ambito della revisione dei covenant nei casi di difficoltà delle aziende; si spera pertanto che su questo tema intervengano delle modifiche.



SPINAZZI AZZARITA TROI GENITO

Studio Legale  
SPINAZZI AZZARITA TROI GENITO  
[www.studio-sat.it](http://www.studio-sat.it)

Via Tommaseo, 69/D  
35131 Padova  
Tel. +39 049 8078154  
Fax. +39 049 8077827

Via Btg. Val Leogra, 40  
36015 SCHIO (VI)  
Tel. +39 0445 521285  
Fax. +39 0445 532220