

---

## Impatto del Covid-19 sui derivati

---

Nelle ultime settimane abbiamo assistito, in conseguenza dell'espandersi della pandemia dovuta al coronavirus COVID-19, al determinarsi di una condizione di estrema volatilità dei mercati finanziari. Tale volatilità ha impattato significativamente anche il mercato dei derivati e, in particolar modo, dei derivati OTC trovandosi, molte controparti, a detenere posizioni c.d. *"out of the money"*.

Al fine di fronteggiare tale situazione, le istituzioni finanziarie si sono ritrovate a dover mitigare il rischio di credito assunto, attraverso il ricorso alle c.d. *"margin call"*, ossia alla richiesta, indirizzata alla controparte, di *riequilibrare* il derivato (i.e. il rischio di esposizione assunto attraverso la sottoscrizione del derivato) attraverso la *"delivery"* di ulteriori garanzie.

Tale meccanismo di c.d. *"marginazione"* è previsto

nel c.d. CSA (*Credit Support Annex*), ossia l'allegato dell'ISDA Master Agreement che costituisce il contratto di garanzia collegato al derivato (c.d. *collateral*). In linea di principio, le disposizioni contenute nel CSA prevedono il calcolo dell'esposizione giornaliera di ciascuna parte e consentono alla controparte *"out of the money"* di fornire alla parte *"in the money"* una garanzia aggiuntiva (tipicamente sotto forma di titoli o cassa).

L'opportunità di attivare una clausola di *margin call* dovrà però essere valutata caso per caso, tenuto conto anche dei profili di legittimità contrattuale e legale, partendo dall'analisi e dell'interpretazione di tutta la documentazione applicabile al derivato: è opportuno infatti fare riferimento principalmente alle clausole di *market disruption*, forza maggiore e ai diversi meccanismi di *dispute resolution*.

Per prima cosa, le parti dovranno verificare quali, tra

---

le disposizioni sopra richiamate, sono presenti nella documentazione.

Se presenti, tali clausole dovranno poi essere interpretate alla luce della concreta situazione alla quale si riferiscono: così, ad esempio, la clausola relativa alle turbative di mercato è di solito contenuta nelle *confirmation* ed è in genere costruita dalle parti tenuto conto delle rispettive esigenze/necessità strutturali. La volontà e l'intento delle parti nel "consegnare" tale clausola potrebbero influenzarne l'interpretazione e, di conseguenza, la concreta applicabilità.

La clausola di forza maggiore invece, se non modificata, è contenuta nell'ISDA Master Agreement. Nella formulazione del 2002, per "*evento di forza maggiore*" s'intende un evento che "*a causa di forza maggiore o di una provvedimento governativo*" comporta "*l'impossibilità per una parte, di effettuare o ricevere un pagamento (o di rispettare un'altra "disposizione contrattuale")*", purché si tratti, in ogni caso, di un evento "*fuori dal controllo*" delle parti. Ci si chiede dunque se l'epidemia di COVID-19 o, meglio, le misure restrittive adottate dai governi

che limitano la circolazione delle persone possano legittimamente costituire un evento di forza maggiore.

La risposta non potrà che dipendere, in ultima analisi, dalle particolari circostanze in cui versano le parti assoggettate a tali provvedimenti. L'impossibilità dovrà, chiaramente, essere dimostrata (o dimostrabile) con riferimento al caso concreto.

Si tenga anche presente che, a seconda del modello ISDA adottato, la formulazione di tali clausole potrebbe variare, o addirittura in alcuni contratti essere presente e in altri no.

Infine, la clausola di "*dispute resolution*", generalmente contenuta nel CSA, prevede uno specifico meccanismo da seguire in caso di controversie relative al derivato il quale dovrà certamente essere tenuto in considerazione prima di orientarsi nel senso dell'attivazione della clausola di *margin call*.

In conclusione, sotto un profilo pratico:

1. in virtù del diffondersi dell'epidemia da COVID-
-

---

19 e delle misure restrittive adottate dai governi, non solo la clausola di *margin call*, ma anche altre disposizioni della documentazione ISDA potrebbero venire in rilievo nel caso concreto, pertanto si renderà necessaria un'analisi legale;

Andrea Mangini – [andrea.mangini@gvalex.it](mailto:andrea.mangini@gvalex.it)



2. le parti dovranno esaminare attentamente – con il supporto dei propri consulenti – la documentazione contrattuale prima di procedere all'attivazione della garanzia, al fine di determinare quali disposizioni siano concretamente applicabili al caso specifico e quali potrebbero incidere sull'obbligazione, di cui alla clausola di *margin call*, di integrazione della garanzia;
  3. qualora una parte intendesse attivare la *margin call*, dovranno comunque essere rispettate le previsioni contrattuali in termini di procedura applicabile per la risoluzione delle controversie.
-