

Derivati incorporati o presunti tali nei contratti bancari:

Riflessioni e alcuni confronti tecnici

Intervento del Dott. Giovanni Gallone

Le prime domande del giurista al tecnico...

1. Come fai a dire quando una clausola contrattuale testimonia la negoziiazione implicita di un contratto derivato e quando è invece una mera clausola civilistica?
2. Quali sono gli interessi che perseguono le parti attraverso il negozio combinato, e se questi interessi siano meritevoli ?

Golden Rule per il tecnico: studiare tutto il framework contrattuale/negoziale e non fermarsi all'indagine delle clausole relative al pay-off.

(Base Prospectus oltre al Final Terms; Condizioni Generali oltre al Contratto di Mutuo e al Contratto di Leasing ; la normativa di settore).

Altro è NEGOZIARE, altro è VALUTARE

Intenzioni degli attori (ISDA) e riconoscimento esplicito del (vecchio) legislatore (TUF)

L'intenzione degli attori di porre in essere contratti derivati combinati trova una fonte nelle ISDA Definitions 1991 e 2006 di Swap Transaction

Swap Transaction means a) any transaction which is a rate swap transaction, basis swap, forward rate, interest rate option, cap transaction, collar transaction, (...), b) any combinations of these transactions

Artt.1 comma 2 lettera j) del TUF Pre-MIFID: sono derivati le combinazioni di altri contratti e titoli di cui alle precedenti lettere;

Combinazione di derivati vs collegamento negoziale: una dottrina tecnicamente condivisibile

- E. Girino

«Il termine combinazione, qui, non afferisce all'incastro negoziale fra due segmenti che potrebbero mantenere un'autonomia giuridica, bensì al connubio fra componenti che la volontà delle parti fonde, plasmando un nuovo e a sua volta autonomo (oltre che unitario ed inscindibile) titolo negoziale.» asset swap vs irs collared o callable bond.

Qui sia il contratto ospite/combinato che le singole componenti sono strumenti finanziari. I contratti di negoziazione sono scritti per «accogliere» e «facilitare» la negoziabilità e il pricing risk-neutral (ISDA)

Come riesco a capire se una clausola contrattuale integra la negoziazione implicita di un derivato?

- Occorre conoscere il **pay-off** tipico di ogni singola tipologia di derivato (pay-off = il flusso di cassa che tipicamente scaturisce dalla negoziazione di quel derivato). Ogni tipo di derivato è un MATTONCINO LEGO con forma diversa.

• Swap:



Opzione cap:



Combinazione dei pay-offs:



- L'unbundling è il procedimento di scomposizione e il valore ed il prezzo del derivato sono dati dalla somma dei prezzi delle singole componenti. Forma contrattuale diversa da sostanza economica in modo più o meno materiale (range accrual swap): appropriatezza ? trasparenza ?

Basta così ?

- L'indagine della «morfologia» dei flussi di cassa da sola non basta per presupporre l'avvenuta negoziazione, o per poter impiegare le tecniche di pricing dei derivati alla clausola civilistica. Perché ?
- L'IRS è uno scambio di flussi ma uno scambio di flussi non è necessariamente un contratto derivato
- Occorre non dimenticare il framework contrattuale complessivo e TUTTE le altre clausole. Cosa accade al momento del rimborso o dell'eventuale estinzione anticipata del contratto bancario? Quali sarebbero le obbligazioni delle parti in quel momento?

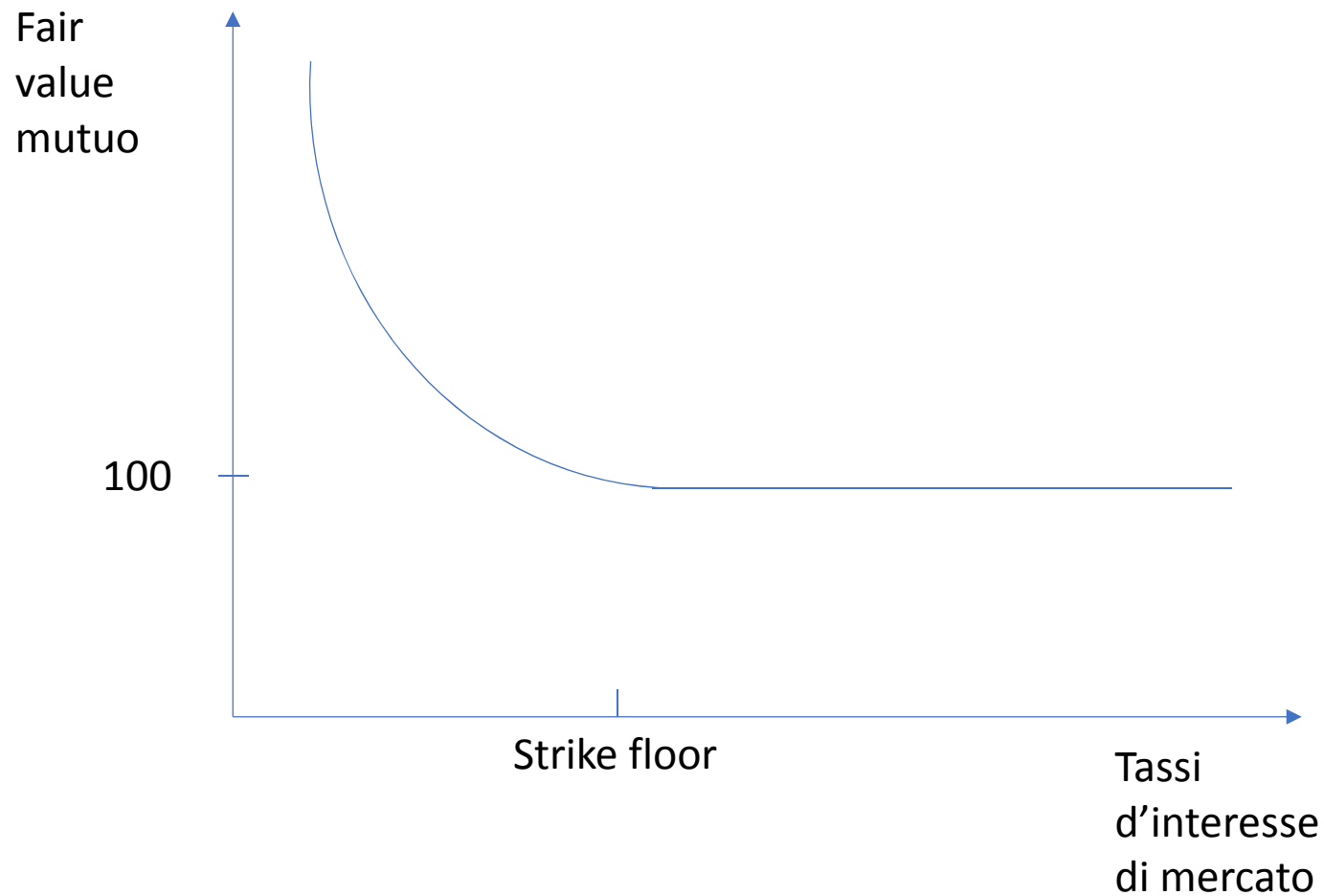
Il contratto di mutuo fondiario con floor: più documenti da studiare e analizzare

La clausola «interessi» è nel contratto di mutuo fondiario

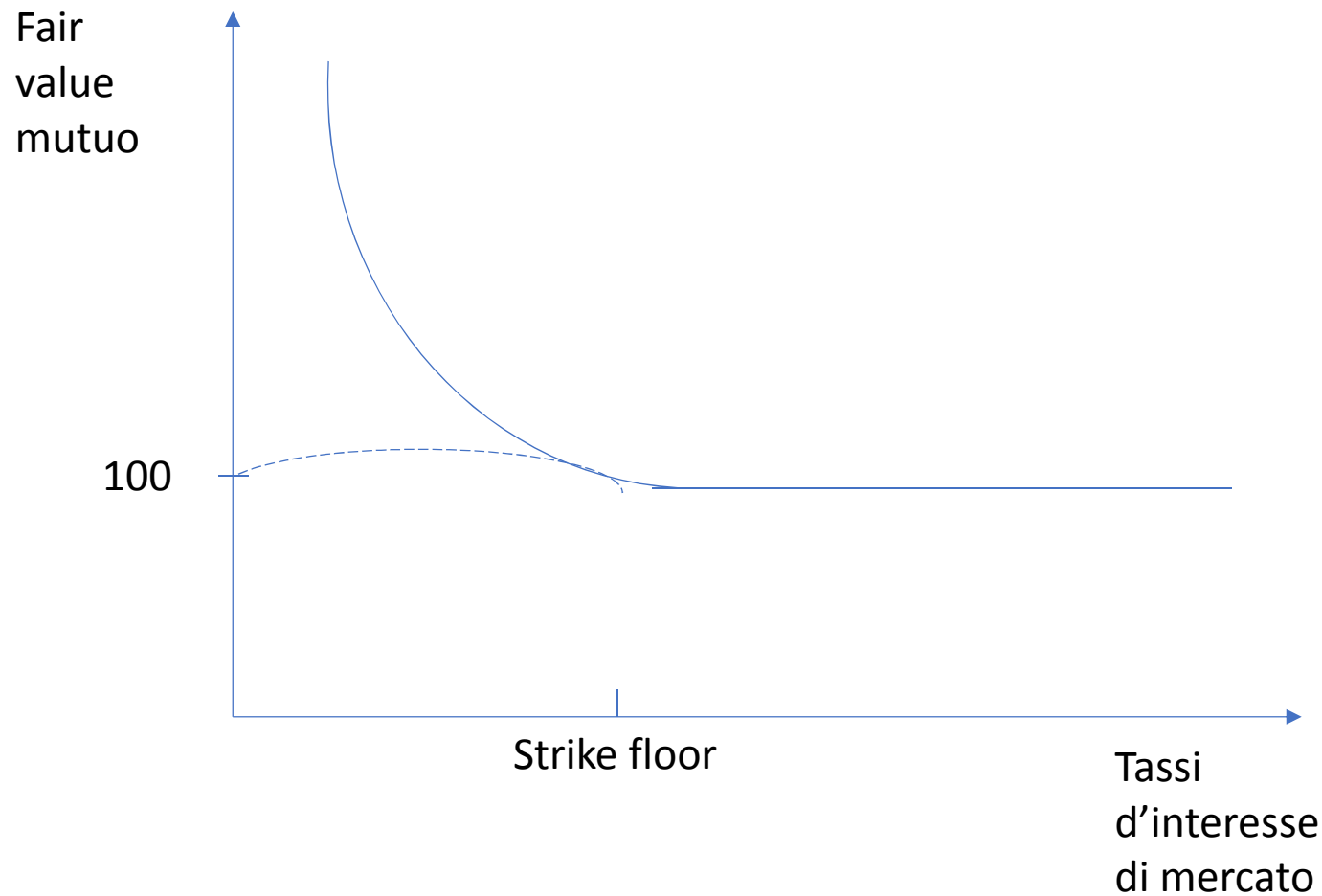
- Il floor ha valore iniziale legato al time value
- E' ragionevole aspettarsi un premio
- Si valuta(va) con Black (SABR/Bachelier)
- Il contratto di mutuo nel suo complesso avrebbe convessità positiva: al diminuire dei tassi di mercato il valore del mutuo si apprezza grazie al floor (coeteris paribus)
- (.....Lo vediamo a breve)

- **La clausola «Restituzione Anticipata del Mutuo» al mero valore nominale del contratto è nelle Condizioni Generali**
- Sterilizza pressochè sempre il valore del floor ed è **un'opzione di fatto in mano al debitore a riacquistare il debito al mero valore nominale.**
- Si valutava solitamente con il modello Hull & White ad un fattore implemento su albero trinomiale o con Montecarlo. (LMM better fit con le superfici di volatilità)
- Il mutuo ha convessità negativa e pressoché mai vale più del valore erogato (nominale) posto che la callability è esercitabile non a date discrete ma di continuo dal debitore, che eserciterà se i tassi scendono sotto il floor (coeteris paribus)

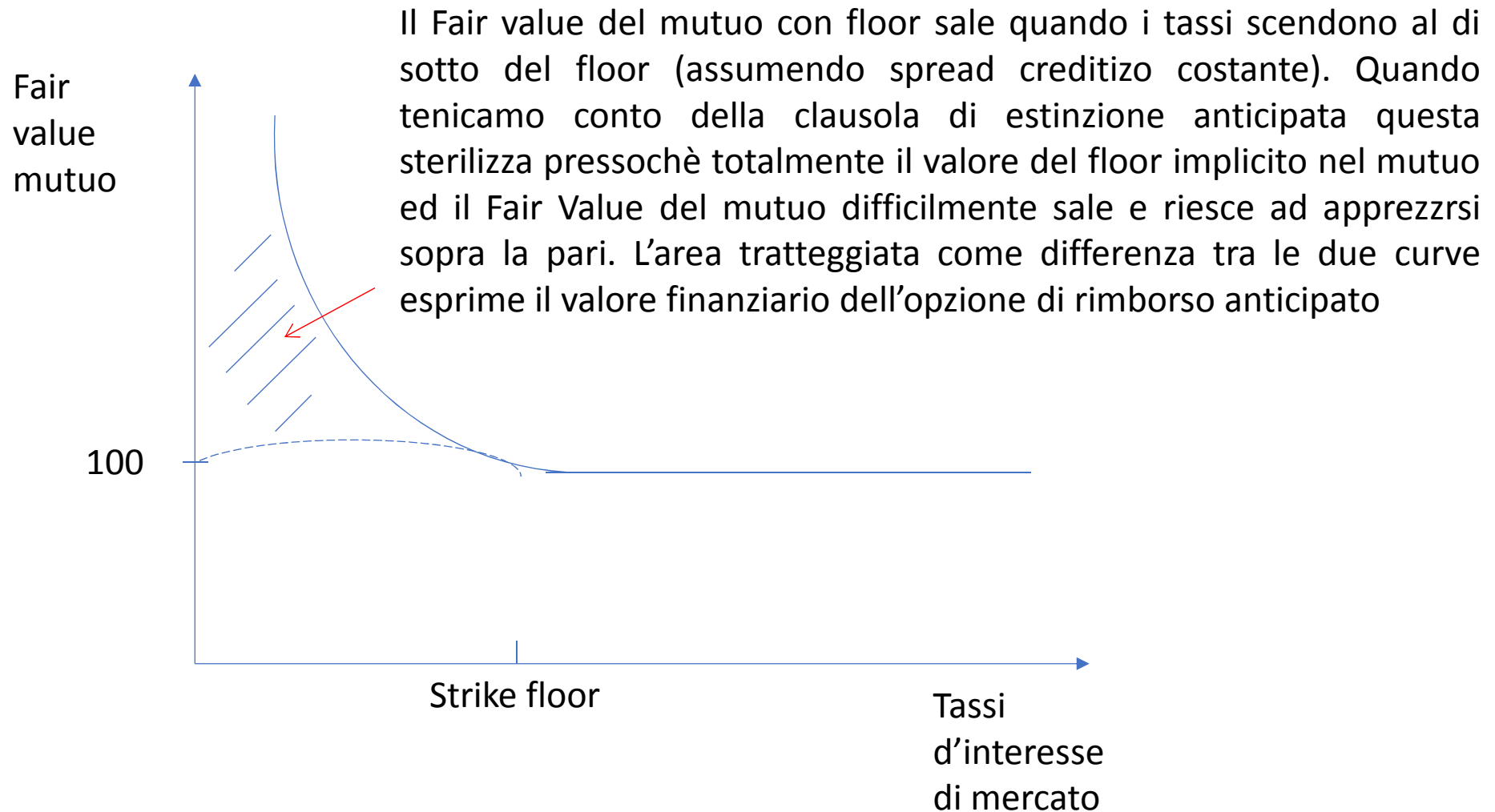
Il mutuo con floor (spread creditizio costante)



Il mutuo fondiario con floor, ma con la facoltà per il debitore di rimborsare in ogni momento a 100



Il mutuo fondiario con floor e senza floor, il valore dell'opzione in mano al debitore



Perché l'opzione di rimborso anticipato sterilizza il valore del floor ?

- Ti presto 1000 oggi + 50 di premio per il floor
- Se tu puoi rimborsare a 1000 già domani, fai il cash in di 50 in un giorno

- Not a good trade per la banca.

- L'opzione di rimborso anticipato al valore nominale è molto potente e distorce by and large l'alea contrattuale a sfavore dell'intermediario. Guardiamo alcuni casi:

Perché l'opzione di rimborso anticipato sterilizza il valore del floor? (spread costante)

- Caso A: Mutuo con tasso fisso al 4%

Se i tassi d'interesse salgono, **il cliente vince**

Se i tassi d'interesse scendono il cliente ragionevolmente rimborsa anticipatamente e surroga il mutuo. **Il cliente vince**

- Caso B: Tasso variabile a euribor + credit spread

Se Euribor sale il cliente perde e la banca **vince** (relativamente)

Se Euribor scende sotto il floor il cliente surroga. **Il cliente vince**

I mutui residenziali sono assets a convessità negativa per le banche a causa della facoltà di rimborso anticipato senza penali e senza dover pagare il MTM del mutuo per estinguerlo (nei contratti derivati ciò tipicamente non accade).

In quale circostanza il debitore potrebbe non rimborsare pur con i tassi di mercato sotto il floor?

- Il suo merito creditizio è così deteriorato che non gli risulta conveniente surrogare e nessuno gli concede credito
- Allora il floor potrebbe essere interpretato come una protezione, anche se residuale, per la banca, nell'unico caso in cui il debitore resta ragionevolmente nel contratto di mutuo ma il suo merito creditizio diventa instabile.
- In economia i tassi scendono quando le cose vanno male (spreads creditizi più ampi) quindi la logica economica della clausola civilistica esiste. Siamo border line tra logica economica e clausola vessatoria ?

La clausola di floor individuale

La banca difficilmente può monetizzare il singolo floor (con early redemption risk) andando a negoziarlo nel mercato, perché nessuno pagherebbe ragionevolmente un premio

Stress test: Su un mutuo a 30 anni, valore nominale Euro 1 milione, con floor al 10% e notice period del debitore di 10 giorni per comunicare la facoltà di voler rimborsare anticipatamente, il valore risk free sotto la misura neutrale al rischio dell'opzione floor è residuale

La banca può monetizzare il valore economico con un macro-hedge venendo un'opzione su un valore nominale che tenga conto del CPR storico dei mutui degli ultimi anni, non a livello di singolo trade. Ma quel floor non avrà comunque le stesse caratteristiche rispetto alle clausole floor di ogni singolo mutuo

L'early pre-payment risk è soggetto a variabili non facilmente modellabili e razionali

- Competitor della banca lancia campagna di mutui a tassi vantaggiosi (20 anni 0,95%)
- Ho excess cash che non so come investire e la forchetta tra tassi deposito e tasso del mutuo è così ampia che il miglior investimento per i miei risparmi è rimborsare quota del mutuo
- Vinco lotteria
- Rischi non misurabili che non vanno molto d'accordo con la nozione di alea razionale

I contratti indicizzati a tassi di cambio

- Restano ferme le valutazioni generali sull'unbundling
- Non confondiamo un mutuo che sostanzialmente è in franchi svizzeri, il cui settlement avviene però in euro per effetto di conguagli effettuati al cambio a pronti, con clausole derivative (quanto options e cross currency swaps)
- Guardiamo i contratti nella loro interezza

OIC 32 e IAS 39

- OIC 32 Appendice C lettera C8:

Un'opzione call, put o di rimborso anticipato incorporata in un contratto di debito sottostante o in un contratto assicurativo sottostante non è strettamente correlata al contratto sottostante a meno che il prezzo di esercizio dell'opzione non sia approssimativamente uguale, a ogni singola data di esercizio, al costo ammortizzato dello strumento di debito sottostante

IAS 39 paragrafo AG 30 lettera g) contiene wording pressochè identico.

Conclusioni

- Chiarezza e comprensibilità delle clausole vanno preservate tanto nei contratti derivati negoziati in regime TUF quanto nei contratti bancari misti. Ma prima di individuare la norma da applicare (TUB o TUF) il tecnico può aiutare a capire gli interessi in gioco e perché osserviamo talune clausole nei contratti che, a prima vista, apparirebbero certamente ed esclusivamente vessatorie.
- Mutui residenziali e syndicated loans sono contratti diversi (TUB vs TUF)
- Non tutti i rischi sono misurabili nel mondo reale e pensare che la meritevolezza dei derivati risieda esclusivamente nella misurabilità dell'alea fa perdere la prospettiva sugli interessi che perseguono le parti nel momento della negoziazione. Gli scenari probabilistici non appaiono idonei a diventare elemento imprescindibile dell'atto negoziale.

Conclusioni

- Il contratto di mutuo residenziale a tasso minimo integra nel mondo dei prodotti complessi un callable floored floater, prezzabile con uno short-rate model (HW 1 fattore o LMM implementato col metodo Montecarlo).
- Qui il valore dell'opzione floor in mano alla banca è inizialmente sterilizzato pressochè completamente dall'opzione di rimborso anticipato in mano al debitore, e non ha senso fare ragionamenti in tema di asimmetrica distribuzione dell'alea, perché il valore della prima è sterilizzato dal valor della seconda. Il caso principale in cui la banca potrebbe monetizzare il floor è quando il merito creditizio del cliente peggiora al punto tale da non permettergli la surroga, ed allora il floor può essere inteso, nella logica negoziale, come una protezione per la banca in un contratto che fisiologicamente, e per il contesto legislativo (portabilità a costo zero) , è pressoché sempre a convessità negativa (anche da qui il booking al costo ammortizzato e non al fair value).
- Sia il floor che la facoltà di rimborso anticipato integrano dei derivati embedded, e ciò è riconosciuto tanto dalla letteratura finanziaria più pregevole (Hull, Das, Fabozzi), tanto dallo IAS 39 paragrafo 30 lettera g) e tanto dallo OIC 32 Appendice C lettera C8.

Conclusioni

- Pur se contabilmente si è in presenza di derivati incorporati sotto il profilo tecnico, appare abbastanza arduo interpretare la facoltà di estinzione anticipata (unilaterale) del debitore come la volontà di questi di negoziare un derivato. Ma lo stesso vale per la banca per l'opzione floor, che non potrebbe mai ragionevolmente monetizzare nel mercato rinegoziandola in modo unfunded con un altro intermediario.
- Appare pertanto ragionevole credere che si sia in presenza di clausole il cui valore economico sia certamente stimabile applicando le tecniche riconosciute nel mondo dei contratti derivati (pur con le difficoltà ed i rischi enormi di applicare un modello risk-neutral ad un pay-off soggetto a early prepayment risk non razionale, soprattutto se fatto non a livello macro ma a livello di singolo contratto di mutuo), ma non si sia invece in presenza della negoziazione, o della volontà delle parti, di negoziare due opzioni come riconosciute nel mondo del TUF. Quindi, almeno nella prospettiva tecnica, appare ragionevole applicare ai mutui il TUB, e non il TUF.