

7 | Metode de reducere a riscului valutar

7.1 Riscul valutar

7.2 Introducere în instrumentele financiare derivate

7.3 Contractele valutare la termen (forward exchange contracts)

7.4 Opțiunile (options)

7.5 Swap-urile

7.6 Contractele futures

7.1 Riscul valutar

Riscul valutar îmbracă forme variate și poate fi evident sau ascuns. Acest risc poate exista pentru o companie, fără ca aceasta să știe de existența lui. Prezența riscului valutar și tipurile de manifestare ale acestuia trebuie identificate înainte ca acestea să poată fi administrate efectiv.

Exemple¹ în care intervine riscul valutar:

1. O companie de import din SUA a cumpărat porțelan „Wedgwood” de la un furnizor din Anglia, iar facturarea s-a efectuat în lire sterline. Suma trebuia plătită după 30 de zile. În acest scop, compania americană de import trebuia să cumpere lire sterline în intervalul de timp dintre data în care a fost făcută comanda și data efectivă a plății sumei respective.
2. O companie de export din SUA a vândut un echipament de tăiat copaci unei companii din Tailanda. Pentru a fi competitivă, compania din SUA trebuia să întocmească factura pentru clientul său în moneda națională a Tailandei, respectiv în „Thai baht”. Compania americană exportatoare a trebuit să convertească „Thai baht” în dolari americani după primirea chitanței de plată.
3. New Products Inc. își exportă produsele în Nigeria și își factura clientul în dolari americani. Plata se efectua într-un interval de zece zile de la data livrării mărfii.
4. Worldwide Corp. are filiale în diferite țări din întreaga lume. Consiliului de administrație al companiei primește la sfârșitul fiecărui trimestru un bilanț contabil consolidat. Fiecare filială își menține propriile conturi bancare și este responsabilă de efectuarea plății dividendelor în dolari americani.

În fiecare din situațiile de mai sus, companiile implicate au înregistrat un anumit risc valuat în combinații și grade diferite.

Principalele tipuri de riscuri valutare pot fi definite, după cum urmează:

¹ Traducerea și adaptarea Capitolului „Financial derivatives” din manualul universitar *Business of banking* (în două volume) – publicat în Editura Academiei de Studii Economice, București, 2002, autor Ligia Georgescu-Goloșoiu

1. **Riscul de suveranitate** – este o altă denumire dată riscului politic. Care sunt șansele ca guvernul care se află la putere în țara străină să rămână intact și să continue relațiile favorabile cu SUA, în cazul nostru? Ce se întâmplă dacă guvernul actual este înlocuit cu un guvern mai puțin amical?
2. **Riscul valutar** – va fi oare tranzacționată liber valuta pe piață atunci când va veni timpul să schimbăm în acea valută? Mai mult, există oare restricții cu privire la deținerea și efectuarea transferului de „valută forte” în afara țării străine? Ce se întâmplă dacă există un control valutar?
3. **Riscul de translatare** - este un risc care rezultă din evidențele contabile. Atunci când se înregistrează o operațiune externă pot să apară schimbări în valoarea contabilă a operațiunilor externe fără existența unor schimbări majore în bilanțul contabil. Acest lucru are loc atunci când sunt folosite diferite cursuri de schimb valutar pentru evaluarea aceleiași set de active. Din moment ce cursurile de schimb valutar se pot schimba oricând, în condițiile existenței unui regim flotant al cursului de schimb, o declarație consolidată trimestrială va arăta schimbările produse în valoarea operațiunii legate numai de folosirea cursurilor efective de schimb în locul celor din trimestrul precedent.
4. **Riscul tranzacției** – este un risc asociat cu potențialele câștiguri și pierderi dintr-o anumită tranzacție care este sensibilă la schimbările cursului de schimb. Acest lucru se referă la orice tranzacție din care rezultă o factură sau o plată care trebuie efectuată în monedă străină. Astfel, principalele elemente supuse riscului de tranzacție sunt creanțele de încasat, obligațiile de plată, repatrierea veniturilor sau dividendelor, plata împrumuturilor sau veniturile obținute din dobânzi toate denuminate într-o monedă străină.

Având în vedere legătura dintre cele patru exemple de riscuri valutare prezentate anterior și principalele expuneri valutare definite, putem menționa următoarele:

În **Exemplul 1**, compania de import din SUA a înregistrat **riscul tranzacției** asociat cumpărării porțelanului din Anglia. Compania a condus astfel la aprecierea valorii lirei sterline (în comparație cu dolarul american), anterior cumpărării de către companie a lirelor sterline pentru efectuarea plății facturii. Acest risc a rezultat dintr-o creștere a costului porțelanului, risc pe care compania a putut sau nu să-l treacă în sarcina clienților săi.

În **Exemplul 2**, compania de export din SUA a înregistrat **riscul de suveranitate, riscul valutar**, precum și **riscul tranzacției**. Este guvernul Tailandei un guvern stabil și exonerat de orice sancțiune? Este moneda națională a Tailandei tranzacționată liber pe piață, fără nici o restricție valutară? Există în această țară o piață valutară la termen (forward market), așa încât compania de export din SUA să poată vinde astăzi moneda națională a Tailandei cu livrare în viitor?

În **Exemplul 3**, New Products Inc. a înregistrat **riscul de suveranitate și riscul valutar**. Cât de stabil este guvernul Nigeriei? Se află acesta în termeni buni cu guvernul SUA, în cazul nostru? Există sancțiuni asupra comerțului pentru produsele care urmează a fi exportate? Va fi în măsură clientul să cumpere dolari americani și va fi el capabil să-i transfere în afara țării? Cât de sigură este piața valutară din Nigeria?

În **Exemplul 4**, Worlwide Corp. a înregistrat **riscul de translatare** și posibil **riscul tranzacției**. Riscul tranzacției rezultă din convertirea valutei filialei în dolari americani. Fără alte modificări, numai cursul de schimb singur ar putea schimba semnificativ valoarea activelor filialei. Dacă filiala are de efectuat plăți în moneda locală și nu remite profituri sau dividende societății mamă din SUA, nu se va înregistra riscul tranzacției; totuși, dacă profiturile și dividendele vor fi repatriate, atunci se va înregistra riscul tranzacției și acest risc trebuie administrat în mod efectiv pentru ca filiala să-și poată proteja valorile.

Pentru identificarea riscului valutar într-o companie, conlucreaza mai multe departamente, cum ar fi: contabilitatea, departamentul de vânzări, departamentul juridic, ofițerul de cont bancar, dealer-ul valutar etc.

Cele mai importante etape în identificarea riscului valutar sunt:

1. Determinarea tipurilor de risc valutar existente.
 - a) de suveranitate;
 - b) valutar;
 - c) de translatare;
 - d) tranzacției.

2. Determinarea gradului riscurilor identificate.
 - a) Există riscul unei eminente căderi a guvernului?
 - b) Se preconizează schimbări majore în controlul valutar?
 - c) Există stări conflictuale sau sancțiuni eminente?
 - d) Care sunt implicațiile taxelor asupra translatării unui profit sau a unei pierderi?
 - e) Cât de volatilă este piața valutară curentă pentru monedele implicate?

3. Determinarea longevității riscului.
 - a) Este o tranzacție unică?
 - b) Cumpărările sau vânzările denominate în valută vor reprezenta o parte principală din operațiunea respectivă?
 - c) Efectuați tranzacții cu o filială de peste hotare care va continua să înregistreze venituri și cheltuieli externe?
 - d) Suma în valută este acordată sau luată cu împrumut? Care este scadența tranzacției: pe termen scurt sau pe termen lung?

4. Determinarea procedurilor de control necesare pentru monitorizarea riscurilor identificate.
 - a) Putem previziona până la ce nivel va crește sau se va schimba riscul?
 - b) Cine este responsabil de monitorizarea proceselor de control și de dezvoltare a noilor controale după cum este necesar?
 - c) Câte fluctuații ale cursului de schimb valutar pot fi tolerate fără ca acestea să afecteze compania?
 - d) Ce tip de risc valutar se va tolera?

5. Identificarea tranzacțiilor efectuate de companie în monede străine.
 - a) Are filiala de peste hotare atât creanțe, cât și obligații în moneda locală?
 - b) Sunt importurile și exporturile efectuate în aceeași monedă străină?

Ca o concluzie, ar trebui menționat că orice tranzacție efectuată într-o monedă străină implică un risc valutar datorită faptului că o monedă poate fluctua nefavorabil față de cealaltă.

În România, Banca Națională a României a definit și reglementat încă din anul 1995² nivelul maxim al pozițiilor valutare individuale și al pozițiilor valutare totale pentru bănci, persoane juridice române. În vederea limitării nivelului riscului valutar atât la nivel individual (pe fiecare valută în parte), cât și la nivel agregat (pe fiecare bancă), banca centrală a adoptat norme³ noi.

În baza acestor prevederi legale, Banca Națională a României a definit următoarele concepte:

- a) poziția valutară într-o anumită deviză - soldul net al patrimoniului în deviza respectivă, fiind expresia riscului valutar;
- b) poziția valutară bilanțieră într-o anumită deviză - sumă evidențiată în soldul creditor sau debitor al contului 3721 "Poziție de schimb", deschis pe deviza în cauză;
- c) poziția valutară extrabilanțieră într-o anumită deviză - sumă evidențiată în soldul creditor sau debitor al contului 9361 "Poziție de schimb", deschis pe deviza în cauză;
- d) poziția valutară individuală - poziția valutară lungă sau poziția valutară scurtă pe fiecare deviză în echivalent lei;

² Normele Băncii Naționale a României, nr. 15/24.10.1995, cu modificările și completările ulterioare, publicate în Monitorul Oficial al României, Partea I nr. 261/1995;

³ Normele Băncii Naționale a României nr. 4/2001 privind supravegherea pozițiilor valutare, publicate în Monitorul Oficial al României, Partea I, nr. 631/2001, modificate și completate prin Normele Băncii Naționale a României nr. 14/2004, publicate în Monitorul Oficial al României, Partea I nr. 1259/27.12.2004.

- e) poziția valutară individuală ajustată - poziția valutară individuală ajustată cu echivalentul în lei actualizat al capitalului social subscris și vărsat în devize și al primelor de emisiune plătite în devize, calculat în funcție de diferențele de curs valutar aferente disponibilităților în devize reprezentând aportul la capitalul social și primele de emisiune plătite în devize;
- f) poziția valutară totală – valoarea cea mai mare, în modul, dintre totalul pozițiilor valutare individuale ajustate lungi și totalul pozițiilor valutare individuale ajustate scurte.

Forma cea mai evidentă a riscului valutar se referă la tranzacțiile individuale curente – posibilitatea ca activități aparent profitabile să cauzeze pierderi datorită mișcărilor nefavorabile înregistrate de cursurile de schimb. Mai general, întreaga activitate comercială viitoare a unei sucursale străine sau a unei filiale poate fi afectată de modificările cursului de schimb, în funcție de impactul pe care îl au asupra unor factori cum ar fi: ratele relative ale inflației, ratele dobânzii acordate de guvern și alte politici, precum și limitele profitului unei companii și cota de piață.

Pentru a ajuta la prevenirea riscului valutar, companiile au dezvoltat tehnici interne referitoare la sistemele contabile și la procedurile de plată și facturare. Guvernele țărilor dezvoltate s-au implicat, furnizând garanții cursurilor de schimb, precum și alte forme de asigurare, subvenționând, de fapt, activitățile externe ale companiilor lor exportatoare.

Dezvoltările din cadrul piețelor internaționale de capital au permis companiilor să se împrumute mai ușor în devize. Creșterea piețelor bazate pe moneda Euro a permis companiilor să obțină solduri debitoare în valută pentru a contrabalansa pozițiile lungi pentru majoritatea valutilor.

Piețele valutare la termen (forward) s-au dezvoltat mai departe, iar băncile au început să le utilizeze mult mai imaginativ, oferind, de exemplu, contracte la termene opționale, în care companiei i se oferă opțiunea referitoare la data scadenței în cadrul unei anumite perioade de timp și este încărcată cu „prima” sau „discount-ul” care se aplică celei mai costisitoare dintre datele de decontare în intervalul respectiv de timp.

În România, controlul riscului valutar este realizat:

- a) de către bănci;

- b) de către Banca Națională a României, pe baza indicatorilor de poziție valutară raportați de bănci.

Poziția valutară într-o anumită deviză se calculează ca sumă algebrică a poziției valutare bilanțiere și a poziției valutare extrabilanțiere.

În scopul determinării poziției valutare totale, sumele reprezentând poziții valutare individuale ajustate lungi vor fi considerate cu semnul plus (+), iar sumele reprezentând poziții valutare individuale ajustate scurte vor fi considerate cu semnul minus (-).

Poziția valutară totală va fi lungă atunci când totalul pozițiilor valutare individuale ajustate lungi este mai mare decât totalul pozițiilor valutare individuale ajustate scurte și va fi scurtă atunci când totalul pozițiilor valutare individuale ajustate scurte este mai mare decât totalul pozițiilor valutare individuale ajustate lungi.

La sfârșitul fiecărei zile bancare lucrătoare, pozițiile valutare ale unei bănci sunt supuse următoarelor limitări:

- a) maximum 10% din fondurile proprii ale băncii pentru oricare dintre pozițiile valutare individuale ajustate; și
- b) maximum 20% din fondurile proprii ale băncii pentru poziția valutară totală.

În vederea limitării riscului valutar băncile au următoarele obligații:

- a) să dispună de un sistem de evidență care să permită în permanență atât înregistrarea imediată a operațiunilor în devize și calcularea rezultatelor acestora, cât și determinarea pozițiilor valutare individuale ajustate și a poziției valutare totale;
- b) să dețină un sistem de supraveghere și de gestiune a riscului valutar pe bază de norme și proceduri interne, aprobate de consiliul de administrație al băncii;
- c) să dispună de un sistem de control permanent pentru verificarea respectării procedurilor interne.

7.2 Introducere în instrumentele financiare derivate

Riscul valutar poate fi eliminat teoretic prin utilizarea instrumentelor financiare derivate. În loc să cumpere sau să vândă o valută sau o marfă la

cursul de schimb din ziua respectivă, o companie are posibilitatea să încheie un acord sau un contract prin care să vândă sau să cumpere activul respectiv la un alt curs de schimb. Instrumentele financiare derivate pot elimina sau reduce unele riscuri, dar, în același timp, pot crea sau accentua alte riscuri. În prezent, există sute de instrumente financiare derivate diferite cu care se operează pe piețele financiare internaționale, de la cele mai simple, la cele deosebit de complexe și riscante. Atât băncile, cât și companiile au nevoie să cunoască în mod aprofundat utilizarea instrumentelor derivate și să dețină un control bun al acestora înainte de a intra pe piața instrumentelor financiare derivate. În caz contrar, efectele pot fi dezastruoase. Pentru a exemplifica⁴, prezentăm în continuare situația în care s-au aflat următoarele firme: Procter & Gamble (SUA) a pierdut, în anul 1994, 57 milioane de dolari americani din două contracte swap; Allied-Lyons (Marea Britanie) a pierdut, în anul 1991, 273 milioane dolari americani pe piața opțiunilor valutare. Companiile japoneze Showa Shell Sekigu și Kashima Oil's au pierdut (1,05 și respectiv 1,45 miliarde dolari americani, în anul 1993 și respectiv în anul 1994) din aceleași cauze. Mai dramatic a fost cazul companiei Barings Bank (Marea Britanie) care, în anul 1995, a suferit o pierdere de 1,3 miliarde dolari americani din utilizarea instrumentelor financiare derivate, ceea ce a forțat banca să declare falimentul.

Un instrument financiar derivat reprezintă un instrument financiar bazat pe performanța mărfurilor sau instrumentelor financiare comercializate separat. Astfel, instrumentele financiare derivate reprezintă instrumente financiare cu prețuri determinate sau „derivate din” prețurile altor instrumente financiare, mărfuri, cursuri de schimb, rate ale dobânzilor, indici bursieri sau alte prețuri. Având în vedere suportul activ, un instrument financiar poate fi definit ca fiind acel instrument a cărui valoare se schimbă odată cu modificările survenite în rata dobânzii sau cursurile valutare. Practic, un instrument derivat reprezintă o înțelegere între două contrapartide, prin care acestea convin să transfere un activ sau o sumă de bani la sau înainte de o anumită dată viitoare, la un preț stabilit.

Multe produse din industria minieră și din agricultura sunt tranzacționate pe piețele de mărfuri de către companiile care utilizează aceste produse. De asemenea, piețele de capital și piețele valutare permit consumatorilor finali să împrumute sau să dea cu împrumut fonduri sau devize. Astfel, devine posibilă încheierea unor contracte de furnizare viitoare a acestor

⁴ Betty Jane Punnett & David A., *Ricks – International Business*, second edition, 1997, Blackwell Publishers

produse sau de acordare a dreptului de cumpărare sau vânzare în viitor a acestor produse. Contractele de acest tip pot fi apoi comercializate pe piețe diferite de cele originare. Aceste contracte sunt cunoscute sub numele de instrumente financiare derivate. În cazul instrumentelor financiare derivate, instrumentul de bază este financiar: obligațiuni, devize sau indici ai bursei de valori. Derivatele se află în relație cu piața monetară, prin posibilitatea ca livrarea unei mărfi primare sau a unui instrument financiar derivat să existe. De exemplu, dacă un comerciant trebuie să-și onoreze promisiunea de a livra un instrument derivat în decurs de trei luni, el va trebui, ca în decursul celor trei luni, să cumpere respectivul instrument de pe piața monetară. Valoarea unui instrument financiar derivat variază în funcție de fluctuația prețului său de pe piața monetară.

În opinia Fondului Monetar Internațional⁵, *un contract privind instrumentele financiare derivate* reprezintă un instrument financiar care este legat de un instrument financiar specific (un activ de bază), de un indicator sau de o marfă și prin care riscurile financiare specifice pot fi comercializate pe piețele financiare. În plus, instrumentul financiar poate fi legat și de o rată de dobândă, o acțiune, o deviză sau orice alt instrument tranzacționabil stabilit între părțile contractante.

Un *instrument financiar derivat* este un instrument financiar care îndeplinește simultan următoarele condiții:

- Valoarea sa depinde de valoarea unui activ de bază;
- Nu necesită o investiție netă inițială sau presupune o investiție inițială mai mică decât cea necesară pentru alte active cu răspuns similar la modificările pieței;
- Este decontat la o dată ulterioară.

Instrumentele financiare derivate se caracterizează prin:

- Natura angajamentului (angajament ferm sau condiționat);
- Natura activului suport (activ în devize, activ purtător de dobândă);
- Durata contractului etc.

⁵ International Monetary Fund, *Manual on monetary and financial statistics*, Washington, 2000

Instrumentele financiare derivate sunt utilizate pentru o varietate de scopuri, printre care enumerăm:

- a. protejarea împotriva riscului pieței privind pierderile financiare rezultate din tranzacțiile comerciale și din instrumentele financiare;
- b. reducerea sau modificarea diverselor riscuri financiare;
- c. obținerea veniturilor din arbitrajul realizat între instrumente financiare derivate și piețele monetare;
- d. realizarea profiturilor prin comercializarea instrumentelor, și
- e. speculația, în special, pe piețele valutare și de mărfuri.

Una dintre cele mai importante utilizări ale instrumentelor financiare derivate este cea de a permite utilizatorilor să-și compenseze expunerea la fluctuațiile survenite în ratele dobânzii prin asumarea unei expuneri contrare expunerii lor curente (un împrumut, de exemplu). Această activitate se numește hedging. Prin hedging se urmărește transferarea riscului unor fluctuații viitoare ale prețului sau ratei dobânzii prin vânzarea de contracte forward care le garantează un preț viitor pentru activul lor.

Instrumentele financiare derivate sunt instrumente care permit agenților de piață să profite de mișcările de prețuri ale altor instrumente, fără obligația de a le comercializa propriu-zis. Scopul lor inițial este să permită comercianților să acopere riscurile cu care aceștia se confruntă pe piețele monetare, ca parte a activităților lor normale de afaceri prin contrabalansarea unui anumit tip de risc cu riscul opus de pe piața instrumentelor financiare derivate.

Nevoia de piețe ale instrumentelor financiare derivate nu s-a simțit până la începutul anilor '70, atunci când globalizarea afacerilor care se desfășura în ritm constant de-a lungul a 20 de ani, a fost confruntată cu volatilitatea crescută a cursurilor de schimb valutar și cu creșterea și fluctuarea ratelor de inflație. Pe măsură ce companiile erau expuse la riscuri din ce în ce mai mari, gestionarea riscului a devenit o preocupare majoră a mediilor de afaceri.

Creșterea deosebită a utilizării instrumentelor financiare derivate este dovedită de creșterea rapidă a numărului schimburilor în cadrul cărora aceste instrumente sunt comercializate. Piața mondială este încă **dominată**

de marea bursă din **Chicago** (Consiliul comercial din Chicago și Bursa comercială din Chicago) care și-a început activitatea ca piață de mărfuri. Totuși, între anii 1980 și 1993 au fost deschise 46 de noi burse, iar, în prezent, instrumentele financiare derivate sunt comercializate pe mai mult de 60 de burse din întreaga lume, aproape toate țările membre OECD având cel puțin o astfel de bursă. Piața Internațională la Termen din **Franța** care a fost deschisă în 1986 a devenit liderul piețelor instrumentelor financiare derivate europene din întreaga lume.

Există mai multe tipuri de instrumente financiare derivate, după cum urmează:

- ✓ în funcție de **modul de decontare**:
 - instrumente la termen (forward, awap. NDF⁶, FRA, futures);
 - opțiuni (cap, floor, collar, swap option).
- ✓ În funcție de **piața pe care sunt tranzacționate**:
 - Tranzacționate pe piețe organizate – contracte standardizate⁷
 - Tranzacționate pe piețele la buna înțelegere (OTC)⁸
- ✓ În funcție de **variabila de bază**: de curs de schimb, de dobândă, de credit, de indici bursieri, de vreme etc.

Cele mai importante instrumente financiare derivate utilizate de managerii instituțiilor financiare pentru a reduce riscul, sunt: contractele la termen (forward contracts), operațiunile futures, opțiunile (options) și swap-urile.

Instrumentele financiare derivate pot fi utilizate pentru:

- acoperirea riscurilor – izolarea și transferul unui anumit risc-de dobândă, de curs de schimb, de credit etc.
- arbitraj – exploatarea dezechilibrelor dintre diverse piețe (ex. dintre piața valutară și piața monetară – de dobândă) - un rol important în echilibrarea piețelor
- scop speculativ – confirmarea previziunilor privind evoluția pieței.

⁶ Non Deliverable Forward

⁷ www.bnro.ro: Au ca avantaje: lichiditate, cotații disponibile, posibilitate mărită de lichidare a poziției, iar ca dezavantaj: datorită standardizării, în cele mai multe cazuri nu pot fi utilizate pentru acoperirea perfectă a riscurilor aferente unor instrumente deținute.

⁸ www.bnro.ro: Prezintă ca avantaj faptul că pot fi structurate potrivit necesităților proprii, iar ca dezavantaje: poziții dificil de lichidat, lipsa cotațiilor implică utilizarea de modele pentru evaluare.

Pe tipuri de riscuri, cele mai utilizate instrumente financiare sunt:

- pentru riscul de rată a dobânzii, instrumentele financiare utilizate sunt: swap pe rată a dobânzii, FRA, futures de rată a dobânzii, opțiuni.
- pentru riscul de curs de schimb, instrumentele financiare utilizate sunt: forward, futures de curs de schimb, swap valutar, opțiuni de curs de schimb.
- pentru riscul de piață, instrumentele financiare utilizate sunt: forward pe acțiuni, futures pe acțiuni, opțiuni pe acțiuni.
- pentru riscul de credit, instrumentele financiare utilizate sunt: credit default swap, total return swap, credit-linked notes.

7.3 Contractele valutare la termen (Forward Exchange Contracts)

Contractele la termen reprezintă acordul încheiat între două părți care se angajează să realizeze o tranzacție financiară la o data viitoare specificată (forward) și la un preț specificat. Aceste contracte sunt:

- Contracte ferme și obligatorii încheiate între bancă și client pentru
- Achiziționarea sau vânzarea unei
- Cantități specificate dintr-o
- Valută stabilită la
- Un curs de schimb fixat la data la care contractul este încheiat pentru
- A fi realizat în viitor
- Conform acordului stabilit la semnarea contractului.

Una din părțile semnatare a contractului la termen își asumă o poziție lungă și este de acord să cumpere bunul care face obiectul contractului la o dată viitoare specificată și pentru un anumit preț specificat. Cealaltă parte își asumă o poziție scurtă și este de acord să vândă bunul respectiv la aceeași dată și pentru același preț. Prețul specificat într-un contract la termen va fi

referit ca prețul de livrare. Un contract la termen este decontat la scadență. Posesorul poziției scurte livrează bunul posesorului poziției lungi în schimbul unei sume în numerar egală cu prețul de livrare.

Contractele forward se pot referi la rate ale dobânzii, prețul obligațiunilor, deviza, o marfă sau, mai recent, riscul de credit. De exemplu, un FRA (forward rate agreement) stabilește rata dobânzii pentru un depozit sau împrumut începând cu data din viitor convenită.

Exemplu de contract valutar la termen:

O unitate devine parte la un contract la termen pentru a achiziționa yeni pe care îi va schimba contra dolari americani la prețul la vedere (spot) de 95 de centi pentru 100 de yeni. Suma care urmează a fi achiziționată și data livrării sunt negociate.

La data decontării, livrarea va avea loc la prețul la termen (forward) sau prețul expirat, de 95 de centi pentru 100 de yeni. Dacă prețul la vedere al yenilor a crescut la data decontării la 110 cenți pentru 100 de yeni, cumpărătorul va achiziționa yeni la 15 centi sub prețul pieței.

Dacă, pe de altă parte, prețul la vedere a scăzut la 90 de cenți US pentru 100 yeni, cumpărătorul rămâne să plătească prețul stabilit în contract, de 95 de cenți, cu 5 cenți deasupra prețului pieței.

Calcularea ratelor la termen se bazează pe diferența dintre ratele dobânzii din țara comercianților și rata dobânzii din țara străină. În mod normal, ratele sunt cotate pentru un număr fix de luni, cum ar fi: 1, 2, 3, 6 și 12 luni. Contractele de până la o luna sunt cunoscute ca fiind contracte scurte, de exemplu:

- a) peste noapte (overnight – O/N);
- b) mâine/ziua următoare (Tomorrow/next day – T/N);
- c) la vedere/ziua următoare (Spot/next day – S/N);
- d) la vedere/săptămâna (Spot/week – S/W);
- e) la vedere/două săptămâni (Spot/fortnight – S/F).

Presupunând că astăzi este 1 februarie 2005, overnight ar însemna 2 februarie 2005, *la vedere/ziua următoare* (Spot/next day) ar fi 4, 5 februarie 2005, adică 2 zile lucrătoare plus o zi, *la vedere/două săptămâni* ar fi 17 februarie 2005.

Ratele la termen sunt emise cu *primă* (at premium) sau *reducere* (discount). Când o moneda este cotate cu o primă, se consideră că achiziționarea ei în viitor devine mai costisitoare decât la vedere, date fiind diferențele existente între ratele dobânzii din fiecare țară. În acest caz, se poate spune că avem o valută „puternică”.

O valută cotate cu discount se estimează a fi mai ieftină de cumpărat în viitor, spre deosebire de rata la vedere și este cunoscută ca fiind o valută „slabă”.

Pentru a calcula rata care se aplică unei tranzacții, banca operează în felul următor:

- (a) *Prima*: este dedusă din rata la vedere pentru calcularea ratei aplicabile.
- (b) *Discount-ul*: este adăugat la rata la vedere pentru calcularea ratei aplicabile.

Presa financiară citează zilnic o marjă a dolarului american la (prețul de cumpărare – vânzare).

Exemplu:

1,8410	-	1,8430 (la vedere)
<u>0,0029</u>	-	<u>0,0026</u> (prima)
1,8381	-	<u>1,8404</u> – rate la termen de o luna

Astfel, dacă banca vinde 10,000 US, la vedere sau peste o lună, pe client îl va costa:

10000 US @ 1,8410 (la vedere)	5431.83 lire sterline
10000 US @ 1,8381 (la termen de o lună)	<u>5440.40 lire sterline</u>
Diferența	8.57 lire sterline

Rezultă că va fi mai costisitor pentru client să cumpere peste o lună.

Tipuri de contracte la termen:

- a) fixe;
- b) cu opțiuni;
- c) închise;
- d) extinse;
- e) lichidate;
- f) cu acoperire.

(a) *Fixe.* Acestea reprezintă contracte care se vor realiza la o dată specificată.

(b) *Opționale.* Înseamnă încheierea contractului între două date specificate și, în mod cert către data de închidere. Cursul la termen ales este cel mai avantajos pentru bancă.

Cursul cotat de către dealer-ul (misitul) unui astfel de contract va fi determinat de posibilitatea ca vânzarea contractului de către client să fie realizată la data cea mai puțin favorabilă din punctul de vedere al băncii.

Exemplu:

US \$/£ cursul la vedere	1.4565 – 1.4575
Marja la o lună	0.0047 – 0.0042
Marja la 3 luni	0.0079 – 0.0070

Valuta este la primă, de aceea pentru o opțiune la termen de trei luni pentru 1\$, cel mai bun calcul ar fi:

Banca vinde @	1.4565
Fără	<u>0.0079</u>
	1.4486 = £ 690322

(dacă tranzacția se efectuează la vedere sau ca opțiune la termen de până la trei luni, astfel încât banca ar primi mai multe lire sterline, decât dacă ar vinde la vedere)

sau

Banca cumpără la:

$$(a) \quad 1.4574 = \text{£ } 686106$$

(dacă tranzacția se efectuează la vedere sau ca opțiune în termen de trei luni, astfel încât banca ar plăti mai puține lire sterline, decât dacă ar fi cumpărat la termen de o lună sau trei luni)

sau

$$(b) \quad 1.4575$$
$$\textit{Fără} \quad \underline{0.0042}$$
$$1.4533 = \text{£ } 688089$$

(dacă opțiunea este de o lună până la trei luni, astfel încât banca ar plăti mai puține lire sterline, decât dacă ar fi cumpărat la termen de trei luni).

Recapitulare:

	Prima	Reducerea/Discount-ul
Banca vinde	Prima existentă până la data finală	Dacă se alege opțiunea de a vinde la vedere, nu se acordă nici o reducere. Dacă se alege opțiunea de a vinde între aceste date, se acordă reducere pentru prima dată.
Banca cumpără	Dacă se alege opțiunea de a cumpăra la vedere, nu se acordă nici o primă. Dacă se alege opțiunea de a cumpăra între aceste date, se acordă primă pentru prima dată.	Reducerea se aplică ultimei date.

Cu cât este mai scurtă perioada opțiunilor, cu atât este mai mică diferența dintre prețurile de vânzare și cumpărare.

- (c) *Inchiderea*. Când termenul de livrare a ajuns la scadență, dar clienții nu-și pot îndeplini partea contractului la termen (dacă, de exemplu, bunurile sau plata nu au fost primite) contractul trebuie închis pentru a se evita neîndeplinirea condițiilor specificate în acest contract.

Dacă, de exemplu, un exportator, Happy Boots Ltd., s-a angajat să vândă 5000 dolari SUA la termen de o lună sperând că va primi plata de la importatorul din Statele Unite ale Americii până atunci, dar importatorul eșuează în transferarea fondurilor, exportatorul va fi forțat să cumpere 5000 dolari americani la vedere pentru a îndeplini termenii contractului încheiat cu banca.

- (d) *Extensia*. Din exemplul precedent, presupunând că fondurile din partea importatorului din Statele Unite ale Americii sunt doar întârziate și sunt așteptate în cursul unei perioade specificate, exportatorul poate decide să *extindă* sau să împartă contractul, în loc să-l închidă; noul contract valutar la termen rezultat poate fi stabilit de către bancă la un curs puțin mai bun decât cel la vedere.

Exemplu

Să presupunem că în contractul inițial al băncii, se stipula ca aceasta să cumpere 1,000,000\$ la un curs de 1.4533, echivalentul în lire sterline fiind de £688,089, iar clientul are nevoie să extindă contractul la termen pentru trei luni. Dolarii americani fac primă față de lira sterlină. Nu uitați că trebuie să *scădeți, de asemenea*, cursurile la termen.

Cursurile de astăzi sunt:

US \$/£ cursul la vedere	=	1.4390 – 1.4400
Marja la trei luni	=	<u>0.0032</u> – <u>0.0028</u>
		1,4358 1.4372

- (a) contractul inițial este închis la vedere:
 $1.4390 = \text{£ } 694927$

- (b) banca cumpără din nou 1 milion \$, dar vinde la cursul la vedere:

1.4390

Conform statisticilor Fondului Monetar Internațional, cele mai des utilizate instrumente la termen sunt:

- **Tranzacții/Acorduri pe rate de dobândă la termen (Forward rate agreements – FRAs)** reprezintă instrumente la termen care sunt utilizate, în special, pe piețele interbancare pentru stabilirea unei rate a dobânzii (de regula, Rata Interbancară Oferită pe piața Londrei – LIBOR) la o dată viitoare. La momentul decontării, o plată se efectuează între părțile contractante și este egală cu diferența dintre rata actuală a dobânzii și rata specificată în FRA înmulțită cu un capital „noțional” (acesta reprezintă o valoare utilizată pentru calcul și care nu este schimbată în realitate între cele două părți).
- **Swap-urile pe rata dobânzii (interest rate swaps)** reprezintă instrumente financiare în cadrul cărora părțile schimbă cursul plății dobânzii, de regulă pe baza unei plăți nete. Rata fluctuantă a dobânzii proprii unui swap al ratelor de dobândă reprezintă un contract singular, întemeiat pe baza unor serii de FRA-uri. De regulă, plățile în cadrul unui swap sunt calculate pe baza capitalului (noțional) specificat în contract și care în realitate nu se schimbă între părțile contractante.
- **Swap-urile valutare** reprezintă contracte pentru schimbarea valutelor la un curs de schimb specificat și apoi re-swap-area valutelor la o dată ulterioară (de regulă, la cursul de schimb originar). Acestea implică schimbarea plăților de capital și de dobândă într-o anumită valută pentru capital și într-o altă valută pentru plata dobânzii.
- **Swap-urile valutare pe rata dobânzii sau swap-urile valutare încrucișate pe rata dobânzii** reprezintă contracte pentru schimbarea ratelor dobânzii denominate în diferite valute.
- **Swap-urile de bunuri/mărfuri** reprezintă contracte prin care se plătește diferența dintre prețul de referință fix al unui bun/marfă și indexul prețului de piață caracteristic pentru acel bun.
- **Alte swap-uri includ** orice alte contracte de swap care nu se bazează pe rate de dobândă sau pe valute.

7.4 Opțiunile (Options)

Alte două instrumente a căror utilizare pe piețele financiare a crescut rapid în ultimii ani sunt opțiunile și swap-urile. Ambele instrumente ajută companiile să se protejeze împotriva riscului.

Utilizarea unei opțiuni acordă dreptul de a cumpăra sau vinde o anumită sumă dintr-un instrument financiar sau dintr-o marfă la un preț acceptat (cunoscut și sub denumirea de preț de exercițiu sau execuție) într-o perioadă de timp specificată, dar nu crează pentru investitori obligația de a proceda astfel.

Contractele de opțiuni sunt întocmite de către două părți contractante, cumpărătorul și emitentul (vânzatorul) opțiunii și sunt înregistrate și comercializate în cadrul unei tranzacții la termen. Vânzătorul opțiunii este obligat să cumpere sau să vândă instrumentul financiar cumpărătorului dacă posesorul opțiunii își exercită dreptul de a cumpăra sau vinde.

Contractele de opțiuni sunt oferite atât pentru titluri lichide (purtoare de dobândă pe termen scurt și lung, cursurile de schimb, acțiunile fără dobândă fixă pentru companiile mici și indicii bursei de valori), cât și pentru contractele la termen (futures contracts). Pentru opțiunile asupra titlurilor lichide (prima plătită pentru opțiuni), cumpărătorul plătește prețul întreg sau prima pentru opțiunea respectivă la momentul cumpărării. Pentru opțiunile asupra contractelor la termen (opțiuni cu prima variabilă), cumpărătorii și vânzătorii sunt limitați și concentrați pe piață la fel ca și pentru contractele efective la termen.

Băncile pot emite opțiuni personalizate sau care nu pot fi tranzacționate pentru clienții lor. Acestea sunt cunoscute ca opțiuni OTC (la ghișeu) și continuă să dețină o poziție majoră în valoarea totală a opțiunilor vândute.

Trebuie accentuat faptul că, o opțiune îi dă posesorului dreptul de a cumpăra/vinde, dar nu implică obligativitatea de a-și exercita acest drept. Acest lucru deosebește opțiunile de contractele la termen (forward și futures) în care posesorul este obligat să cumpere sau să vândă bunul care face obiectul tranzacției.

Exemplu de exercitare a unei opțiuni

O opțiune de cumpărare de yen acordă cumpărătorului dreptul de a achiziționa yen la prețul de 95 US cenți pentru 100 de yen. Câștigul este de 3 US cenți la 100 de yen. În ziua decontării, dacă prețul la vedere al yenului este de 110 US cenți pentru 100 de yen, opțiunea este „in-the money”, adică există o diferență între valoarea de piață a opțiunii și prețul la care acea opțiune poate fi vândută sau cumpărată. Cumpărătorul va cumpăra yen pentru 95 de cenți de la vânzătorul opțiunii deși prețul la vedere al pieței este de 110 cenți. Vânzătorul opțiunii, care trebuie să furnizeze yenii, pierde net 12 cenți pentru 100 de yen la această tranzacție (pierderea este de 15 cenți la 100 de yen furnizați, dar reținerea este de 3 cenți pentru câștigul la 100 de yen).

Dacă prețul la vedere al pieței este de 90 US cenți pentru 100 de yen în ziua decontării, cumpărătorul nu-și va exercita opțiunea de a cumpăra yen la 95 de cenți, dar va cumpăra yen la prețul mai ieftin, la vedere al pieței de 90 de cenți. În acest caz, vânzătorul opțiunii încasează cenți primă ca profit propriu.

Există **două tipuri importante de opțiuni**:

- a) **call option (de cumpărare la bursă)**, care acordă clientului dreptul de a cumpăra valuta implicită. De exemplu, un investitor care crede că lira sterlină va crește în raport cu US \$, ar putea cumpăra opțiuni £/US\$, care acordă dreptul de a cumpăra lire sterline la un preț specificat, să zicem de $\$0.59 = \text{£}1$. Posesorul opțiunii are atunci dreptul de a cumpăra lire sterline la acel preț oricând pe întreaga durată de viață a opțiunii și se află astfel în poziția de a beneficia de o creștere a cursului la vedere al lirei sterline. Dacă cursul de schimb la vedere ar crește la $0.65\$ = 1\text{£}$, posesorul opțiunii ar putea să cumpere lire sterline la $0.59\$$ în termenii specificați de opțiune și apoi să le vândă pe piață la cursul la vedere de $0.65\$$. Cumpărătorul unei opțiuni de cumpărare își asuma astfel o poziție lungă pentru instrumentul care face obiectul opțiunii (în cazul de față, lire sterline). Pe măsură ce prețul instrumentului specificat crește, va crește și profitul care poate fi realizat din exercitarea opțiunii. Ca urmare, prima care trebuie plătită pentru achiziționarea acelei opțiuni, crește și aceasta permite posesorului opțiunii de cumpărare (call option) să-și realizeze profitul prin vânzarea mai departe a opțiunii în loc de exercitarea ei.

- b) **put option (de vânzare la bursă)** care acordă clientului dreptul de a vinde valuta care face obiectul opțiunii și astfel să-și asume o poziție scurtă pentru instrumentul specificat. Aceasta înseamnă că cel care cumpără o opțiune de a vinde (put option) intenționează să câștige dintr-o cădere a prețului instrumentului intrinsec. De aceea, o persoană care cumpără o opțiune de vânzare (put option) la $\$0.59 = \text{£}1$ speră că valoarea lirei sterline va scădea sub acest nivel. El va cumpăra apoi lire sterline de pe piața la vedere la un curs mai mic de exemplu $\$0.57 = \text{£}1$, după care își va putea exercita opțiunea pentru a vinde lirele sterline la $0.59\$$ fiecare. În acest caz, pe măsură ce lira sterlină scade, profitabilitatea unei opțiuni de vânzare în lire sterline va crește și prima pe care alți investitori sunt gata să o plătească pentru achiziționarea unei astfel de opțiuni va crește. Așa cum este specificat mai sus, posesorul unei opțiuni de vânzare poate realiza profitul acesteia prin vânzarea opțiunii mai departe, în loc să își exercite drepturile.

Există mai multe variante ale opțiunilor simple de cumpărare (call option) și de vânzare (put option). Acestea sunt cunoscute ca **opțiuni exotice**. Vom explica câteva dintre acestea:

- **opțiunile over-the-counter (OTC)** sunt acele opțiuni la ghișeu destinate să satisfacă nevoile clienților. Sunt cunoscute și sub numele de opțiuni „knock-in” sau „knock-out” care înseamnă că acestea devin active sau expiră în momentul în care prețurile valutei intrinseci sunt realizate.
- **Opțiunile „look-back”**: opțiuni care dau dreptul de a cumpăra sau vinde la cel mai scăzut preț atins de moneda intrinsecă pe durata de viață a acestor opțiuni;
- **Opțiuni asiatice**: opțiuni a căror valoare intrinsecă este calculată prin compararea prețului fixat de vânzatori și prețul mediu la vedere pe durata de viață a opțiunilor;
- **Opțiuni pentru opțiuni**: o opțiune care acordă dreptul de a cumpăra o opțiune etc.

Alte tipuri de opțiuni sunt:

- **Opțiuni valutare tranzacționate (Exchange-traded options)**
- Sunt toate opțiunile tranzacționate la bursă sau pe piețele organizate și reprezintă active financiare.

- **Garanțiile** sunt active financiare. Acestea sunt opțiuni negociabile care se tranzacționează asemeni titlurilor de valoare care conferă cumpărătorului drepturi condiționate de a vinde către sau de a cumpăra de la, emitentul unui titlu sau datorie. Acestea sunt deseori atașate emisiunii de obligațiuni, dar pot fi și detașate și revândute pe piețele financiare.
- **Opțiuni de conversie atașate obligațiilor** sunt opțiunile care permit posesorului să convertească obligațiunile în acțiuni.

Opțiunile sunt utilizate în următoarele situații:

- Când există expunere la riscul valutar sau al ratei dobânzii;
- Pentru protejarea investițiilor;
- Pentru flexibilitate;
- Impunerea termenilor unui contract în valută;
- Tranzacționarea internațională a bunurilor sensibile la preț.

Opțiunile ar trebui să fie utilizate de următoarele instituții:

- Trezorerii corporațiilor care efectuează tranzacții în mai multe valute;
- Băncile și instituțiile financiare pentru efectuarea tranzacțiilor și protejarea împotriva riscului valutar;
- Orice altă companie care are nevoie să-și reducă riscurile.

Trebuie menționat faptul că opțiunile valutare sunt folositoare în timpul perioadelor în care există cursuri de schimb ridicate și volatile. În acest caz, clienții pot alege prețul, perioada și oportunitatea exercitării contractului de opțiune care le oferă posibilitatea alegerii și flexibilității.

7.5 Swap-urile

Swap-urile reprezintă contracte financiare care obligă una din părțile contractante la schimbul (swap-ul) unui set de plăți aflate în posesia acesteia, pentru un alt set de plăți aflate în posesia celeilalte părți.

Swap-urile sunt schimburi de fluxuri monetare. Ele reprezintă încercări ale unor companii de a-și administra structura activelor/pasivelor sau de a reduce costul lor de împrumut. Fluxurile monetare generate de multiplele tipuri de instrumente financiare pot fi schimbate.

Swap-urile simple cum ar fi: swap-urile pe rata dobânzii și swap-urile valutare sunt uneori cunoscute ca swap-uri „plain vanilla”. Există, de asemenea, multiple variații ale acestora.

Swap-urile pe rata dobânzii implică schimbarea unui set de plăți a dobânzii pentru un alt set de plăți a dobânzii, toate fiind denumite în aceeași valută.

Un *swap pe rata dobânzii* reprezintă schimbarea unui flux monetar reprezentând o rata a dobânzii fixe asupra unui capital noțional cu acela reprezentând o rată a dobânzii fluctuante a aceluiași capital exprimat în aceeași valută. Nu se produce, deci, nici o schimbare a capitalului. Aceste swap-uri sunt folosite în special deoarece piețele de capital fix și fluctuant sunt piețe distincte, iar companiile care doresc să împrumute nu ar putea avea acces la ambele piețe.

Swap-urile pe rata dobânzii reprezintă un instrument important pentru gestionarea riscului ratei dobânzii și au apărut pentru prima dată în Statele Unite ale Americii în anul 1982 atunci când a apărut o creștere în cererea de instrumente financiare care puteau fi folosite pentru reducerea riscului ratei dobânzii.

Cel mai cunoscut tip de swap pe rata dobânzii⁹ specifică:

1. rata dobânzii utilizată pentru plățile care urmează a fi schimbate;
2. tipurile de dobândă utilizate (variabile sau fixe);
3. volumul capitalului noțional care reprezintă volumul pentru care se plătește dobânda;
4. perioada de timp pentru care schimburile continuă să se efectueze.

Swap-urile valutare (swap-uri pe cursul de schimb) implică schimbarea unui set de plăți dintr-o anumită țară pentru un set de plăți denumit în altă valută. Acestea sunt simple tranzacții prin care se cumpără simultan o valută la cursul de schimb la vedere și se vând la termen, sau se vând la cursul de schimb la vedere și se cumpără la termen.

⁹ IMF – *Manual on monetary and financial statistics*, Washington, 1996

Un swap valutar parcurge trei etape, după cum urmează:

1. un schimb inițial al capitalului (principal): cele două părți contractante schimbă sumele de capital la un curs de schimb acceptat. Acesta poate fi un schimb noțional din moment ce scopul său este de a stabili sumele de capital ca punct de referință pentru calcularea plăților de dobândă și re-transformarea sumelor de capital;
2. schimbul plăților dobânzii la datele acceptate pe baza unor sume restante de capital și a ratelor fixe acceptate ale dobânzii;
3. re-schimbarea sumelor de capital la un curs de schimb predeterminat, astfel încât părțile vor rămâne cu sumele inițiale în valută.

Există multiple variații pentru swap-urile valutare simple.

În cadrul *swap-ului valutar încrucișat (cross-currency basis swap)* sunt tranzacționate două rate de dobândă fluctuante. Acest lucru este posibil deoarece băncile care au acordat cele două împrumuturi au utilizat baze de calcul diferite pentru calcularea ratelor lor fluctuante ale dobânzii. Rata dobânzii cea mai folosită este LIBOR (the London Inter-Bank Offered Rate).

Un *swap valutar încrucișat pe cupon* reprezintă un swap valutar care implică un curs fix al dobânzii și un curs fluctuant al dobânzii. Acest swap reprezintă o combinație dintre un swap pe rata dobânzii și un swap valutar pe rata dobânzii fixe – atât structura ratei dobânzii, cât și valuta fiind schimbate.

În cadrul unui *swap de bunuri* părțile contractante tranzacționează fluxuri monetare, din care cel puțin unul are la bază prețul unei mărfi sau indexul prețului unei mărfi.

7.6 Contracte futures

Prima piață futures din lume a fost cea din Chicago, înființată în anul 1972 (IMM – International Monetary Market) cu scopul de a tranzacționa contractele financiare futures.

La începutul anilor 1980, multe alte centre financiare și-au deschis propriile burse de schimb la termen. London International Financial Futures Exchange (LIFE) a început tranzacționarea în septembrie 1982 și se ocupă de tranzacțiile specificate în contractele futures în valută, de ratele dobânzii și valoarea cotate pentru acțiunile obișnuite. Numai membrilor bursei le este permisă derularea tranzacțiilor, iar înainte de a negocia cu un posibil cumpărător sau vânzător acesta trebuie să deschidă un cont în numele companiei. Casa de compensare a bursei acționează în calitate de garant pentru ambele părți, reținând un depozit (ca măsură de siguranță) de la cumpărător și de la vânzător. Decontările sunt efectuate zilnic, atunci când casa de compensare creditează conturile membrilor cu câștigurile nete și primește plăți imediate de la membri cu pierderi nete. Așadar, participanții¹⁰ de pe această piață sunt:

Brokerii acceptați:

Fiecare membru participant la tranzacțiile de la bursă este propriul său acționar și primește un comision mic pentru fiecare tranzacție realizată. Ei acționează în nume propriu și fac speculații.

Comercianții remunerați cu comisioane la termen

Sunt intermediarii dintre brokeri și clienți și oferă un sistem de comunicare rapid și eficient, racordând rapid clienții la situația de licitație.

Speculatorii

Singura lor motivație o reprezintă profitul rezultat din comisioanele încasate ca urmare a tranzacțiilor efectuate. În mod normal, ei nu sunt posesorii de drept ai bunurilor pe care le tranzacționează. Ei asigură fluiditate pieței și prin activitatea lor ajută la stabilirea prețului, permițând hedger-ilor să cumpere sau să vândă în orice cantitate fără dificultate.

Hedger-ii

Aceștia utilizează piața financiară futures ca pe o asigurare împotriva posibilelor fluctuații adverse ale prețurilor, reducând prin aceasta expunerea

¹⁰ F. Mishkin, *The economics of money, banking and financial markets*, sixth edition, Columbia University, USA, 2001

lor la riscul de a pierde. Evitarea riscului (hedging) reprezintă un beneficiu deosebit pentru clienții reprezentați de mari companii, fonduri de pensii, brokeri și dealeri, bănci și alte instituții financiare. Serviciul furnizează, de asemenea, și mijloacele de evitare a riscului pentru aceia care doresc să păstreze cursul actual de schimb pentru tranzacțiile valutare futures.

Cum funcționează?

Un **contract financiar futures** reprezintă un acord de tranzacționare (cumpărare sau vânzare) a unei cantități standard dintr-o anumită valută sau instrument financiar la o dată viitoare specificată și la un preț stabilit de părți. Instrumentele pot reprezenta orice, de la depozite la termen de trei luni, acțiuni cu dobândă fixă și valută străină până la un index de 100 de acțiuni.

Un contract financiar futures este asemănător unui contract forward pe rata dobânzii în care se specifică faptul că una din părți trebuie să-i livreze celelalte părți un instrument financiar la o dată viitoare specificată.

Cumpărătorul își asumă o poziție lungă pe piața primară, adică se angajează să preia valută implicită în viitor. Vânzătorul își asumă o poziție scurtă, angajându-se să livreze instrumentul în viitor.

Să urmărim un exemplu. Să presupunem că este 1 februarie 2005. Un împrumutat se află în posesia unei sume de bani în valoare de £ 500,000, sumă contractată de pe piața monetară pentru o perioadă de trei luni, cu o rată a dobânzii de 10% și care trebuie achitată la 1 aprilie 2005. Împrumutatul este îngrijorat că ratele dobânzii vor crește până la acea perioadă. De aceea, el decide să utilizeze un contract cu o rată a dobânzii pe o perioadă de trei luni pentru lira sterlină oferit de LIFE, pentru a se proteja împotriva riscului creșterii ratelor dobânzii. Acest contract este oferit pentru facilitatea de a constitui un depozit la termen de trei luni în sumă de £ 500,000 începând din martie, sau iunie sau septembrie sau decembrie 2005. În orice moment, contractele pentru toate aceste luni diferite sunt tranzacționate la bursă. Cumpărătorul alege contractul din luna iunie 2005 deoarece contractul din luna martie 2005 ar atinge scadența înainte ca termenul de derulare să se fi împlinit.

Contractul este cotelat prin deducerea ratei dobânzii care trebuie plătită pentru depozit din 100. Dacă la 1 februarie 2005, rata dobânzii este de 10%, prețul

contractului va fi evident 90. Prețul contractului variază în sus sau în jos în fluctuații minime de 0.01, cunoscute sub numele de „ticks”. Astfel, valoarea fiecarui „tick” este:

$$0.01\% \text{ p.a. a dobânzii} \times \text{Valoarea nominală a contractului, } \pounds 500,000 \times \text{trimestrul unui an} = \pounds 12.50$$

Îngrijorat fiind de creșterea ratei dobânzii, prețul contractului va scădea, iar cumpărătorul va vinde un contract în iunie 2005 la prețul de 90.

La data de 1 aprilie 2005, atunci când împrumutul se derulează, dobânda a crescut la 12%.

Rezultatul acestui procedeu de evitare a riscului este prezentat în tabelul de mai jos:

Piața monetară	Piața futures
1 februarie 2005 Intentionează sa ruleze împrumutul în sumă de £500,000 pe trei luni din aprilie Rata dobânzii actuală a împrumutului este 10%.	Vinde un contract futures la o rată a dobânzii pe o perioada de trei luni pentru lira sterlină, din iunie 2005 (£500,000), la un preț de 90. (rata = 10%)
1 februarie 2005 Rulează împrumutul la noua rată a dobânzii de 12%.	Cumpără înapoi contractul future din iunie 2005 la prețul nou de 88 (rata = 12%)
Costul suplimentar: 2% aplicat la £500,000 pentru un trimestru = £2,500	Câștig: 200 „ticks” la £12,50 = £2,500

Metoda de evitare a riscului (hedge) a funcționat perfect – câștigul la termen fiind egal exact cu dobânda suplimentară plătită. Astfel, hedger-ul a realizat un cost net al împrumutului de 10% pe an. În practică, o astfel de corelare perfectă nu se poate realiza de obicei. Prețurile futures ar putea să nu fluctueze în aceeași direcție cu ratele de pe piețele financiare. Dacă ratele dobânzii ar fi scăzut, pierderea hedger-ului privitoare la pozițiile sale futures ar fi fost compensate de plăți de dobândă mai mică, astfel încât costul net de împrumut ar fi fost de 10% pe an.

În concluzie, trebuie menționat că acest serviciu furnizează clienților reprezentați ai marilor companii, o metodă de evitare a riscului și de speculare a trend-urilor viitoare într-o varietate de rate ale dobânzii și cursuri de schimb, prin Bursa Internațională de Tranzacții Financiare Futures din Londra sau alte piețe similare.

Principalii factori care potențează expansiunea utilizării derivatelor financiare sunt:

- Dezvoltarea piețelor locale pentru activele suport (piața acțiunilor, a obligațiunilor corporative, a obligațiunilor ipotecare);
- Dezvoltarea infrastructurii legale a contractelor care stau la baza derulării tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate;
- Eliminarea restricțiilor la utilizarea instrumentelor financiare derivate de către entități locale și străine.

În România, au fost implementate pentru prima dată instrumentele financiare derivate, în august 1997, în cadrul Bursei Monetar-Financiare și de Mărfuri de la Sibiu în vederea minimizării riscului valutar. Pentru realizarea unui management eficient al riscului, au fost utilizate, în special, contractele futures și opțiunile pe contractele futures. Bursa sibiană a devenit astfel **prima bursă futures și de opțiuni din România**. Introducerea primelor contracte futures a constituit o etapă de maximă importanță în transformarea unei burse de mărfuri într-un centru național în care participanții la piața bursieră au posibilitatea de a-și acoperi riscurile sau de a specula modificarea prețurilor folosind titluri financiare derivate. În iunie 2000, Bursa Monetar-Financiară și de Mărfuri de la Sibiu a introdus **sistemul electronic de tranzacționare al contractelor futures și options**.

Tranzacționarea valorilor mobiliare se realizează, în România, pe o piață organizată cum este **Bursa de Valori București**¹¹. Această instituție contribuie la creșterea lichidității valorilor mobiliare prin concentrarea în piață a unui volum cât mai mare de valori mobiliare, contribuie la formarea unor prețuri care să reflecte în mod corespunzător relația cerere-ofertă.

¹¹ www.bvb.ro

Principiile care guvernează Bursa de Valori București ca piață organizată de valori mobiliare sunt:

Accesibilitate – Bursa este angajată să asigure acces egal pentru societățile membre și respectiv pentru societățile emitente listate la Bursă.

Informare – Bursa este angajată să asigure permanent agenților de bursă și investitorilor, suficiente informații despre societățile tranzacționate și despre prețurile valorilor mobiliare emise de acestea.

Etica pieței – Bursa este angajată să asigure că piața valorilor mobiliare funcționează într-un mod care sporește încrederea utilizatorilor, autorităților și publicului larg în general.

Neutralitate – Bursa este angajată să acționeze neutru și să-și mențină integritatea în relația cu toți participanții la piață, precum și cu alte instituții sau organizații care supraveghează sau operează în piața de capital.

Prin apariția noilor reglementări în domeniul pieței de capital, a fost creat un cadru legislativ modern care definește principalele tipuri de instrumente financiare derivate, condițiile de autorizare a societăților care operează pe această piață. Noul cadru juridic a contribuit la dezvoltarea pieței de capital în România, la creșterea încrederii investitorilor români și străini în această piață și la sporirea rolului Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare în autorizarea și supravegherea acestei piețe.

Un obiectiv prioritar al **Băncii Naționale a României** în acest domeniu l-a constituit elaborarea de reglementări aplicabile băncilor care să fie armonizate Directivelor Uniunii Europene. Astfel, urmare documentării și analizării condițiilor specifice pieței financiare din România, s-a decis abordarea graduală a instrumentelor financiare derivate de către bănci, precum și utilizarea acestora numai în scopul acoperirii riscului (operațiuni de hedging). În prima fază, au fost reglementate următoarele instrumente financiare derivate: futures pe cursul de schimb, futures pe rata dobânzii, FRA – forward rate agreements, swap pe rata dobânzii, swap pe cursul de schimb, urmând ca, pe măsura efectuării unui volum mai mare de astfel de operațiuni, să fie reglementate și celelalte categorii de instrumente financiare derivate.

Ca urmare, Banca Națională a României a emis Normele nr. 10/2002¹² privind instrumentele financiare derivate, cu aplicabilitate de la data de 1 septembrie 2002, norme care au reglementat tipurile de operațiuni cu instrumente financiare derivate care puteau fi efectuate de către bănci, persoane juridice române, precum și de către sucursalele din România ale băncilor persoane juridice străine, Normele nr. 9/2002¹³ privind reflectarea în contabilitatea bancilor a operațiunilor cu instrumente financiare derivate și întocmirea situațiilor financiar-contabile aferente, precum și Normele nr. 11/2002¹⁴ pentru completarea Normelor Bancii Naționale a României nr. 8/1999 privind limitarea riscului de credit al bancilor.

Cadrul legal din anul 2002 a fost completat prin emiterea de către Banca Națională a României a următoarelor reglementări:

- Normele nr.12/2003 privind solvabilitatea și expunerile mari
- Normele contabile armonizate cu IAS, și
- Normele nr.5/2004 privind adecvarea capitalului.

Prevederile Normelor nr. 5/2004 se aplică instituțiilor de credit, persoane juridice române, care sunt supuse cerințelor privind solvabilitatea instituțiilor de credit impuse de *Normele Băncii Naționale a României nr. 12/2003 privind supravegherea solvabilității și expunerilor mari ale instituțiilor de credit* și reglementează adecvarea capitalului acestor instituții, pe bază individuală și consolidată. În ceea ce privește situația rețelelor cooperatiste de credit, supravegherea pe bază individuală a adecvării capitalului cooperativelor de credit va fi efectuată de către casa centrală, iar supravegherea pe bază individuală și, dacă este cazul, pe bază consolidată a adecvării capitalului caselor centrale va fi realizată de către Banca Națională a României.

În baza Normelor, se impune instituțiilor de credit să dispună de fonduri proprii care să acopere:

- cerințele de capital pentru activitățile din portofoliul de tranzacționare, calculate pentru riscul de poziție, riscul de contrapartidă și de decontare și pentru expuneri mari;

¹² publicate în Monitorul Oficial al României, Partea I nr. 610/16.08.2002

¹³ publicate în Monitorul Oficial al României, Partea I nr. 612 bis din 19.08.2002

¹⁴ publicate în Monitorul Oficial al României, Partea I nr. 610 din 16.08.2002

- ❑ cerințele de capital pentru întreaga activitate, calculate pentru riscul valutar și riscul de marfă;
- ❑ cerințele de capital, impuse de prevederile privind solvabilitatea instituțiilor de credit din cadrul Normelor Băncii Naționale a României nr.12/2003, pentru întreaga activitate, excluzând activitățile lor din portofoliul de tranzacționare;
- ❑ cerințele de capital pentru alte riscuri considerate similare.

Totodată, instituțiilor de credit le este permisă utilizarea modelelor interne pentru determinarea cerințelor de capital pentru riscul de poziție, riscul valutar și/sau riscul de marfă, dacă aceste modele sunt agreate și validate în prealabil de către Banca Națională a României.

În vederea cuantificării riscului rezultat din implicarea în operațiuni cu opțiuni, normele transpun recomandările directivei referitoare la necesitatea de a avea în vedere și alte riscuri decât cele aferente indicatorului delta.

Prin intrarea în vigoare a Normelor nr.5/2004, Normele Băncii Naționale a României nr. 10/2002 privind instrumentele financiare derivate, cu modificările și completările ulterioare, au fost abrogate.