

Capitolul 10: Managementul riscului folosind instrumente derivate

10.1. Ce sunt instrumentele derivate

În ansamblul fluxurilor financiare internaționale un loc aparte îl ocupă tranzacțiile la termen derulate pe piața instrumentelor derivate. Aceste piețe au apărut și s-au dezvoltat din dorința operatorilor economici de a diminua riscurile comerciale sau financiare din operațiunile lor. Principalele instrumente derivate tranzacționate pe piața internațională sunt: contractele futures, contractele pe opțiuni, contractele de swap și alte instrumente sintetice (cap, floor sau collar). Pe lângă creșterea semnificativă a volumului pieței internaționale a acestor instrumente asistăm la o permanentă diversificare a acestor instrumente, prin apariția de noi instrumente sau prin diversificarea activelor ce constituie obiectul acestor contracte. În prezent instrumentele derivate se practică pe o gamă variată de active financiare sau reale cum ar fi: rata dobânzii, cursul de schimb, indicii bursieri, titluri primare, marfă etc.

Valorile mobiliare derivate reprezintă instrumente financiare negociabile, care conferă titularului anumite drepturi viitoare privind tranzacționarea activului suport.

Contractele la termen pot fi de două tipuri:

- ✓ contracte forward (contracte anticipate);
- ✓ contracte futures (contracte viitoare).

Contractul forward reprezintă un contract încheiat între doi agenți, prin care vânzătorul se obligă să livreze la o anumită dată viitoare un anumit activ suport, iar cumpărătorul se obligă să efectueze plata la momentul livrării activului suport, pe baza unui preț predeterminat la momentul încheierii respectivului contract. Elementele contractului precum obiectul (activul suport), cantitatea, prețul, scadența și locul de livrare, sunt supuse negocierii și sunt determinate la momentul încheierii contractului.

Câștigul sau pierderea operatorilor vor fi determinate la scadență, fiind reprezentate de diferența dintre prețul contractat și prețul curent de piață al respectivului activ suport.

Contractul forward este finalizat întotdeauna prin livrarea efectivă a activului suport și achitarea contravalorii acestuia la scadență.

Contractul futures este rezultat din standardizarea condițiilor contractului forward. Condițiile standardizate fac referire la: natura și calitatea activului suport, cantitatea tranzacționată, scadența contractelor și locul de livrare. Singura variabilă, ce este supusă negocierii, este prețul de tranzacționare, contractul futures fiind actualizat zilnic sau marcat la piață. Ca regulă generală, câștigul unuia dintre operatori se constituie în pierdere pentru partenerul sau și reciproc.

Lichidarea contractului futures se poate realiza fie prin livrarea efectivă a activului suport la data scadenței și efectuarea plății aferente, fie printr-o operațiune de sens contrar, respectiv printr-o compensație pe piață. Un cumpărător aflat într-o poziție *long* poate lichida poziția deținută realizând o vânzare a contractului futures respectiv, iar un operator aflat într-o poziție *short* își poate lichida poziția cumpărând același contract futures. Dacă operatorii nu și-au lichidat pozițiile deschise până la data scadenței, atunci vor fi obligați la lichidarea prin execuția contractului în natură sau printr-o operațiune cash (atunci când livrarea în natură nu este posibilă).

Contractele options reprezintă contracte standardizate care, în schimbul plății unei prime, creează pentru cumpărătorul opțiunii dreptul, dar nu și obligația, de a cumpăra sau de a vinde un anumit activ suport la un preț prestabilit, numit preț de exercitare, până la sau la data expirării.

Contractele cu opțiuni sunt de două feluri:

- ✓ contracte de cumpărare (call option);

- ✓ contracte de vânzare (put option).

Piața instrumentelor derivate pe rata dobânzii se situa în jurul unui volum total de 64.000 miliarde dolari instrumentele cu o scadență mai mare de un an scăzând semnificativ în ultima perioadă. Se remarcă un interes mult mai ridicat al operatorilor economici pentru instrumentele derivate denumite în dolari decât în moneda europeană. Din volumul total al pieței derivatelor pe rata dobânzii, contractele de swap continuă să dețină cea mai importantă poziție, opțiunile pe rata dobânzii urmate de contractele FRA ("forward rate agreement"). Justificarea se găsește în faptul că riscul de dobândă asociat finanțării internaționale este mai ușor de acoperit prin piețele derivate (încheind contracte paralele cu contractul de credit în funcție de poziția avută în acesta) decât prin clauze contractuale.

Instrumentul	1999	2000	2001	2002
FRA	6,755	6,423	7,737	9,146
Swap	43,936	48,768	58,897	68,274
Opțiuni	9,380	9,476	10,933	12,575
TOTAL	60,091	64,668	77,568	89,995

Sursa: Banca Reglementelor Internaționale, rapoarte 2001 - 2003

Fig. 10.1.1. – Piața internațională a derivatelor pe acțiuni

Mai puțin important ca volum, cel de-al patrulea segment al piețelor derivate este acela al instrumentelor derivate pe mărfuri care în 2000 totaliza un volum de circa 700 miliarde dolari, cu un ritm de creștere peste rata medie a pieței (38 %).

Instrumentul	1999	2000	2001	2002
Aur	243	218	231	279
Altele	305	445	337	444
Forward și swap	163	248	328	388
Opțiuni	143	196	279	367
TOTAL	548	662	598	777

Sursa: Banca Reglementelor Internaționale, rapoarte 2001 - 2003

Fig. 10.1.2. – Piața internațională a derivatelor pe mărfuri

10.2. Contractele futures – utilizarea acestora în managementul riscurilor

În octombrie 1977, Comisia operațiunilor la termen din SUA (Commodity Futures Trading Commission) a emis o primă definiție a noțiunii de *acoperire a riscului* ("hedging"): "pozițiile dintr-un contract cu livrare viitoare de pe orice piață unde asemenea poziții reprezintă în mod normal un substitut pentru tranzacțiile deja încheiate sau poziții ce urmează a fi luate la o dată ulterioară pe piața fizică.

Scopul principal al utilizării acestor instrumente este reducerea riscului ce poate apare pentru societatea comercială în următoarele condiții:

- schimbarea valorii unui activ pe care îl deține, produce comercializează sau anticipează că îl va deține, produce sau comercializa ;
- schimbarea valorii unei datorii pe care o persoană o are sau anticipează că o va avea;
- schimbarea valorii unui serviciu pe care o persoană îl prestează sau îl cumpără sau anticipează că îl va presta sau cumpăra."

În esență, hedging-ul constă în luarea la bursă a unei poziții futures aproximativ egală, dar opusă în raport cu o poziție cash (pe marfa fizică) existentă sau anticipată în momentul încheierii contractului bursier. În cazul futures pe valute prin hedging se înțelege luarea unei poziții de vânzător sau de cumpărător de contracte futures de sens contrar poziției ocupate în contractul de import – export sau în cadrul unei operațiuni financiare (debitor – creditor).

Un contract futures constă în angajamentul părților de a livra, respectiv prelua, la o dată viitoare, o marfă sau o valoare determinată, la un preț convenit în momentul contractării dacă la scadență poziția operatorului rămâne deschisă. Cel care își asumă obligația de a prelua activul (cumpărătorul) deschide o poziție “lungă” (long), în timp ce vânzătorul futures are o poziție “scurtă” (short) ¹.

Contractele futures prezintă mai multe caracteristici :

- toate contractele futures sunt în esență standardizate, prețul reprezintă singura clauză negociată în momentul cumpărării sau vânzării.
- prețul contractelor futures se stabilește în bursă prin procedura specifică de negociere și contractare a acestei piețe organizate. Prețul este expresia raportului dintre cererea și oferta pentru fiecare contract standardizat și el variază zilnic în funcție de condițiile pieței.
- contractul futures este zilnic actualizat sau “marcat la piață” (marked to market), astfel încât pierderile uneia din părțile contractante sunt transferate ca venituri celeilalte părți .
- contractul futures poate fi executat prin livrare efectivă, dar în mod normal cel cu poziție long își poate lichida poziția printr-o vânzare, iar cel cu poziție short și-o poate acoperi printr-o cumpărare. Doar operatorii rămași cu poziții deschise până în ultima zi de tranzacție vor trebui să execute contractul prin predarea activului de bază.

În prezent, piețele futures sunt cele mai active și cele mai eficiente piețe; totuși ele nu s-au putut dezvolta pentru totalitatea mărfurilor tranzacționate pe piețele spot și forward. Aceasta, datorită faptului că, pentru dezvoltarea unui contract futures este necesară îndeplinirea unui set de condiții:

- oferta și cererea pentru activul de bază trebuie să fie relativ mari, iar prețul nu trebuie să fie determinat de factori subiectivi, precum interese de monopol și guvernamentale;
- pentru ca standardizarea clauzelor contractului să fie posibilă, diferitele unități fizice ale activului de bază trebuie să fie interschimbabile și omogene;
- prețul activului trebuie să fluctueze.

Elementele esențiale ale contractului futures:

- termenii contractului sunt predeterminați, negocierea se duce în general asupra pretului².
- denumirea contractului: contract “viitor “ pe dolar (dolar futures), contract “viitor“ pe euro (euro futures);
- unitatea de tranzacție (trading unit): 10 dolari / contract (contract futures pe dolar la Bursa din Sibiu);
- cotația (price quote): în lei/dolar;
- variația minimă de preț (tick size): ¼ lei/dolar (dolar futures). Noul preț strigat în bursă trebuie să difere de prețul anterior cel puțin cu această mărime sau cu multiplii ai acesteia;
- limitele de variație zilnică a prețului (daily price limit); pentru contractul futures pe euro derulat la CBOT, această limită este de + 20 cenți / euro față de prețul de închidere al zilei precedente. Când limita a fost atinsă, tranzacțiile pot fi făcute numai la acest preț sau la unul mai redus;
- lunile de livrare (contract months): iulie, septembrie, decembrie, martie, mai ;
- anul contractual (contract year): iulie – mai etc;
- ultima zi de tranzacții (last trading day): a șaptea zi de bursă ce precede ultima zi lucrătoare a lunii de livrare;
- ultima zi de livrare (last delivery): ultima zi lucrătoare a lunii de livrare;
- programul bursier: la CBOT 9:30 a.m.-13:15 p.m. de luni până vineri.

Pe piața contractelor futures pe valute cel care a luat o poziție de cumpărător (long) câștigă atâta timp cât cursul futures crește, el putând vinde mai scump ceea ce inițial a cumpărat mai ieftin. Cel care a luat o poziție de vânzător (short) câștigă atâta timp cât prețul futures scade, cumpărând astfel mai ieftin ceea ce a vândut inițial mai scump.

Graficul profilului risc – câștig pe contractele futures arată astfel:

¹ 1 Popa, Ioan – “Bursa”, Colecția Bursa, București, 1994, pag.94

² Popa, Ioan – Bursa –vol 2, Colecția Bursa, București, 1994, pag .71-72

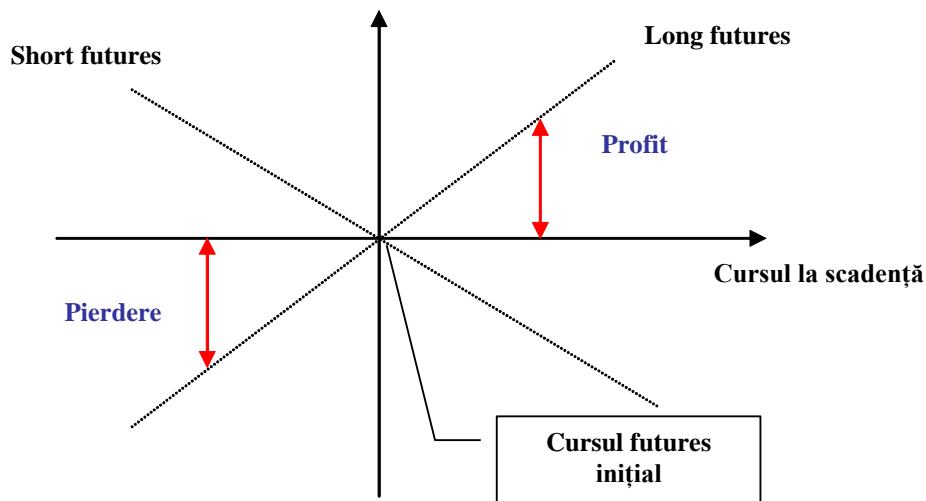


Fig. 10.2.1. – Graficul câștig – risc pentru contractele futures

La creșterea cursului, cu cât ecartul dintre cursul futures inițial și cursul futures actual este mai mare, cu atât câștigul cumpărătorului futures este mai mare și respectiv pierderea vânzătorului este mai mare. Se poate observa că, la fel ca și în cazul contractelor forward, și în cazul futures, pierderea și câștigurile pot fi nelimitate. În majoritatea cazurilor, operațiunile futures se desfășoară prin contul de marjă, marja inițială fiind foarte mică (uneori de sub 25 % din valoarea contractului).

Ca și în cazul contractelor forward, și la futures pierderea și câștigul sunt nelimitate atunci când cursul / prețul futures se modifică în timp. Întrebarea care s-ar pune este legată de posibilitatea acoperirii unui risc valutar generat de modificarea cursului de schimb, utilizând un instrument derivat tranzacționat pe o piață paralelă – piața futures.

Aparent între piața futures și piața valutară nu există nici o legătură directă. Legătura dintre cele două piețe este determinată de faptul că la scadența contractelor futures pe valute, acestea sunt lichidate la cursul spot din ziua scadenței contractului futures. În felul acesta, cele două prețuri evoluează în paralel și astfel un importator ce are de plătit un import peste trei luni care se teme de creșterea cursului ia o poziție de vânzător atunci când anticipează o creștere a acestuia.

Cu cât ne apropiem mai mult de ultima zi de tranzacționare, cu atât ecartul dintre futures și spot scade, așa cum apare și în figura 10.2.2. În plus, contractul futures pe valute mai prezintă și alte particularități față de celelalte contracte futures:

- lichidarea acestui contract se face nu prin livrare efectivă ci exclusiv prin plata diferenței de curs între cursul futures de cumpărare sau vânzare și cursul spot (din ziua scadenței contractului);
- lichidarea contractului futures pe valute presupune condensarea într-una singură a celor trei zile necesare în mod normal lichidării unui contract futures (ziua poziției, ziua notificării, ziua livrării efective).

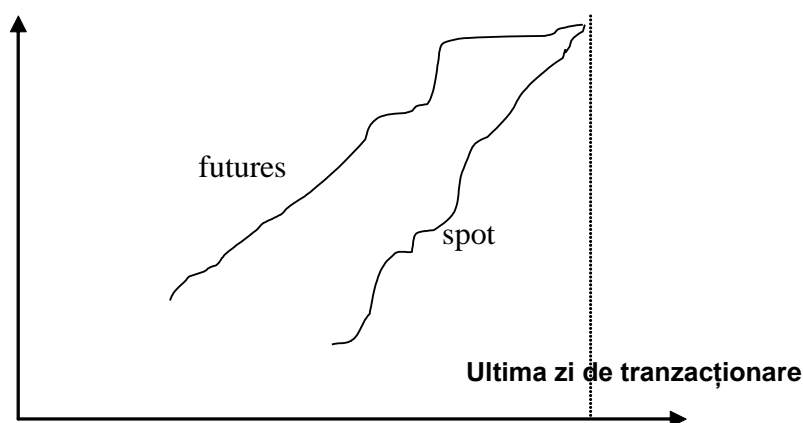


Fig. 10.2.2. – Evoluția prețului contractului futures și a cursului spot

Acoperirea riscului valutar prin utilizarea contractelor futures pe valute presupune luarea unei poziții pe această piață în funcție de poziția avută în contractul de import – export și de momentul încasării / plății, astfel:

Poziția în contract	Momentul încasării / plății	Riscul valutar	Poziția futures
Exportator	Încasare în avans	Creștere de curs	Cumpărător
Exportator	Încasare la termen	Scădere de curs	Vânzător
Importator	Plată în avans	Scădere de curs	Vânzător
Importator	Plată la termen	Creștere de curs	Cumpărător

Tabel 10.2.1. – Acoperirea riscului valutar prin contracte futures

Exportatorii care-și încasează în avans exportul se tem de o creștere a cursului de schimb (depreciere a leului) și iau o poziție de cumpărător pe piața futures. Dacă încasarea se face la termen, exportatorii se tem de o scădere a cursului și iau o poziție de vânzător pe această piață, sperând să vândă mai scump contractele pe care le vor cumpăra mai ieftin de pe piața ulterioară.

Importatorii care au de plătit în avans un import se tem de o scădere a cursului (apreciere a leului care face ca în viitor importul să se ieftinească în lei) și iau o poziție de vânzător de contracte futures în timp ce importatorii cu plată la termen se tem de o creștere a cursului (depreciere a leului care face ca în viitor importurile să se scumpească în lei) și iau o poziție de cumpărător de contracte futures. Prin mecanismul de livrare (compensare) prețul la contractele futures evoluează paralel cu cursul de schimb de pe piața valutară (în condiția în care piața futures este lichidă și cursul de schimb nu este „viciat” administrativ de stat). Acest paralelism între prețurile celor două piețe permite luarea unei poziții pe piața futures corelată cu poziția din contractul de export – import.

Acoperirea riscului valutar prin utilizarea contractelor futures poate fi făcută și de cei implicați în finanțarea internațională, adică de cei care derulează tranzacții economice internaționale finanțate prin diferite tehnici: credite sindicalizate, credite furnizor sau cumpărător. În funcție de poziția ocupată în finanțare (debitor sau creditor) pozițiile aferente pe piața futures sunt următoarele:

Poziția în finanțare	Mom. încasării / plății	Riscul valutar	Poziția futures
Debitor	La termen	Creștere de curs	Cumpărător
Creditor	La termen	Scădere de curs	Vânzător

Tabel 10.2.2. – Acoperirea riscului valutar prin contracte futures

Exemplul 1: O companie care a luat un credit în dolari pe care trebuie să-l ramburseze la termen se teme de o creștere de curs (depreciere care face ca creditul să se scumpească în lei) ia o poziție de cumpărător pe piața futures, vânzând mai scump în viitor contractele futures pe care le-a cumpărat mai ieftin în prezent.

Exemplul 2: O bancă ce a dat cu credit o sumă în valută și care urmează să fie încasată la termen de la debitor se teme de o scădere a cursului (apreciere care face ca creditul să se ieftinească în lei, banca încasând mai puțini lei pentru suma în valută împrumutată) și ia o poziție de vânzător pe piața futures, vânzând contractele mai scump decât le va cumpăra în viitor.

Contractul futures este un contract independent de contractul de import export sau de contractul de credit, practic sumele plătite sau încasate de pe urma acestor contracte vin să ajusteze ceea ce importatorul plătește sau exportatorul încasează.

Exemplul 3: Un exportator român care a efectuat un export pe piața Uniunii Europene în valoare de 100.000 euro încasabil peste trei luni, cursul de schimb prezent fiind de 18.000 lei / euro, se teme de o scădere a cursului de schimb. Exportatorul poate cumpăra contracte futures pe euro de la Bursa de Mărfuri de la Sibiu pentru suma de 100.000 euro la un preț de 19.000 lei / euro futures. Peste trei luni cursul de schimb este de 17.000 lei / euro, deci exportatorul român încasează doar 1.700.000.000 lei pentru exporturile de 100.000 euro pe care le-a efectuat. Pe piața futures au scăzut și prețul la contractele futures de la 19.000 la 17.500 lei / euro futures. Prin scăderea prețului futures, exportatorul câștigă pentru că le-a vândut inițial la 19.000 lei / euro și le-a cumpărat ulterior la 17.500 lei / euro. Prin utilizarea futures câștigă 1.500 lei x 100.000 euro = 150.000.000 lei, sumă care vine să completeze încasarea din exporturi, exportatorul obținând în final suma de 1.850.000.000 lei, adică un curs mediu de 18.500 lei / euro mai bun față de cursul actual de 17.500 lei / euro. În acest mod se efectuează acoperirea riscului valutar prin utilizarea contractelor futures pe valute.

10.3. Utilizarea contractelor de opțiuni

Opțiunile servesc la acoperirea riscului valutar rezultat din fluctuații ale cursului de schimb al monedei în care este denominat exportul sau importul efectuat de o firmă de comerț exterior.

Opțiunea este un contract standardizat ca și contractul futures, tranzacționat pe o piață paralelă pieței valutare. Prin acest contract se tranzacționează de fapt un drept de vânzare sau cumpărare asupra unui activ financiar, în speța asupra unor valute.

Există două tipuri de opțiuni:

A. Opțiuni de cumpărare (CALL): conferă un drept suplimentar cumpărătorului de opțiune, de a cumpăra sau nu la scadență valuta la un preț determinat (preț de exercitare), cumpărătorul plătind o primă.

B. Opțiuni de vânzare (PUT): conferă un drept suplimentar cumpărătorului de opțiune, de a vinde sau nu la scadență valuta la un preț determinat, cumpărătorul plătind și în acest caz prima.

Trebuie remarcat faptul ca dacă variațiile de preț sunt defavorabile, opțiunea acoperă riscul, iar dacă sunt favorabile, prima reduce câștigul suplimentar, dar cu un quantum mic. Atât în cazul opțiunilor de cumpărare cât și în cazul celor de vânzare există două poziții distincte: de cumpărător (long) și de vânzător (short), cumpărătorul fiind cel care cumpără dreptul suplimentar de la vânzător, plătind o primă.

În cazul opțiunilor de cumpărare (CALL), cumpărătorul de opțiune câștigă atunci când cursul de schimb crește (depreciere a leului) și pierde prima atunci când cursul scade (apreciere). Vânzătorul de opțiune de cumpărare câștigă prima prin neexercitarea opțiunii de către cumpărător atunci când cursul de schimb scade și pierde atunci când cursul crește (depreciere).

Cumpărătorul de opțiune exercită opțiunea și câștigă nelimitat atunci când cursul de schimb este mai mare decât prețul de exercitare plus prima. Câștigul este cu atât mai mare cu cât ecartul dintre cursul spot și pragul minim de rentabilitate ($PE + \text{prima}$) este mai mare.

Câștigul sau pierderea este determinată de tipul de opțiune, de poziția luată în cadrul fiecărui contract și de evoluția prețului la activul de bază, în speță de evoluția cursului de schimb.

	<i>CALL</i>	<i>PUT</i>
Vânzătorul de opțiune	Se acoperă împotriva riscului de scădere a prețului activului de baza; acoperirea este limitată la mărimea primei	Se acoperă împotriva riscului de creștere a prețului la activul de baza; acoperirea este limitată la mărimea primei
Cumpărătorul de opțiune	Se acoperă împotriva riscului de creștere a prețului la activul de baza; acoperirea este nelimitată	Se acoperă împotriva riscului de scădere a prețului la activul de baza; acoperirea este nelimitată

Tabelul 10.3.1. – Tipuri de opțiuni

Practic, în acest caz, cumpărătorul de opțiune cumpără valuta la prețul de exercitare, plătește o primă, cursul astfel obținut fiind mai mic decât cel pe care l-ar fi putut obține de pe piața valutară. Câștigul cumpărătorului de opțiune este nelimitat în timp ce câștigul vânzătorului de opțiune este limitat la nivelul primei, vânzătorul câștigând din neexercitarea opțiunii de către cumpărător.

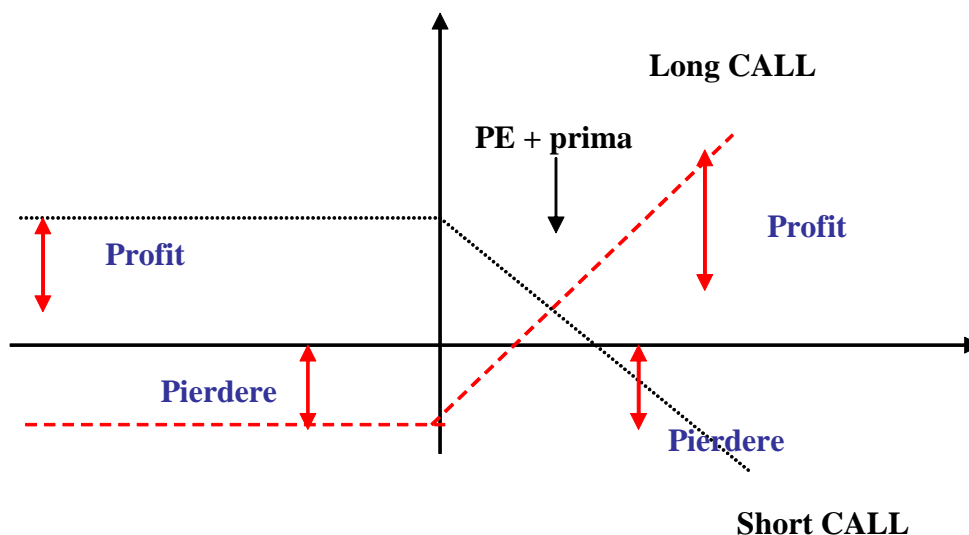


Fig. 10.3.1. – Graficul profitului în cazul opțiunii de tip CALL

În privința opțiunii de vânzare (PUT), cumpărătorul de opțiune câștigă atunci când cursul de schimb scade (apreciere) și pierde prima atunci când cursul crește (apreciere). Vânzătorul de opțiune de vânzare câștigă prima prin neexercitarea opțiunii de către cumpărător atunci când cursul de schimb crește și pierde nelimitat atunci când cursul scade.

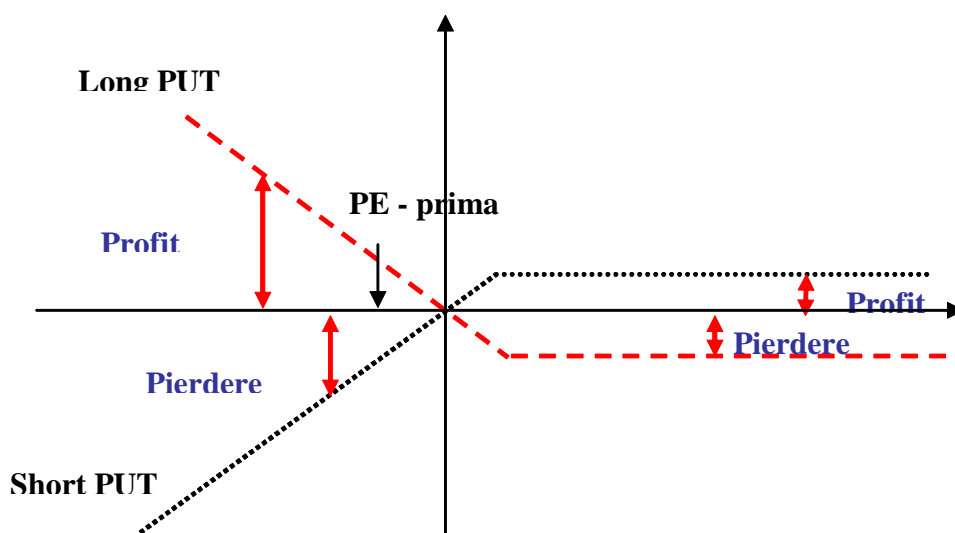


Fig. 10.3.2. – Graficul profitului în cazul opțiunii de tip PUT

Cumpărătorul de opțiune PUT exercită opțiunea și câștigă nelimitat atunci când cursul de schimb este mai mic decât prețul de exercitare minus prima. Câștigul este cu atât mai mare cu cât ecartul dintre cursul spot și pragul minim de rentabilitate ($PE + prima$) este mai mic. Practic, în acest caz, cumpărătorul de opțiune vinde valuta la prețul de exercitare, plătește o primă, cursul astfel obținut fiind mai mare decât cel pe care l-ar fi putut obține de pe piața valutară. Câștigul cumpărătorului de opțiune este nelimitat în timp ce câștigul vânzătorului de opțiune este limitat la nivelul primei, vânzătorul câștigând din neexercitarea opțiunii de către cumpărător. Pornind de la aceste considerente, se pot identifica pozițiile pe care un exportator sau un importator le vor adopta pe piața opțiunilor pe valute, în funcție de poziția din contractul extern și în funcție de momentul încasării sau plății.

Exportatorii și importatorii au în cazul opțiunilor pe valute mai multe variante de acoperire a riscului valutar, opțiunea spre deosebire de futures permițându-le o fixare a cursului de schimb la un nivel minim sau maxim. Opțiunile asigură pentru cumpărători un câștig nelimitat și o pierdere limitată la nivelul primei, fapt care face din opțiuni un instrument mult mai eficient decât contractele futures.

Poziția contract.	Momentul înc.	Riscul valutar	Poziția pe opțiuni
Exportator	Încasare la termen	Scădere de curs	Cumpărător de PUT Vânzător de CALL
Importator	Plată la termen	Creștere de curs	Cumpărător de CALL Vânzător de PUT

Tabel 10.3.2. – Acoperirea riscului valutar prin opțiuni

Poziția de cumpărător de opțiune PUT sau CALL presupune asumarea unei poziții active în acest contract, cel care va lua decizia cumpărării sau a vânzării valutei fiind cumpărătorul opțiunii. Poziția de vânzător de opțiune este o poziție pasivă, vânzătorul cedând un drept suplimentar cumpărătorului contra unui preț – primă.

Opțiunile pot fi utilizate și de către cei implicați în finanțarea internațională, debitorul sau creditorul având de plătit sau de încasat o sumă în valută pot să-și fixeze cursul de schimb utilizând aceste instrumente derivate.

Poziția în finanțare	Mom. încasării	Riscul valutar	Poziția futures
Debitor	La termen	Creștere de curs	Cumpărător de CALL
Creditor	La termen	Scădere de curs	Cumpărător de PUT

Tabel 10.3.3. – Acoperirea riscului valutar prin opțiuni

Debitorul care are de plătit o sumă în valută la termen aferentă unui credit extern contractat pentru derularea unor importuri se teme de creșterea cursului (depreciere) care ar provoca o scumpire a creditului și poate să-și fixeze cursul prin cumpărarea unei opțiuni de cumpărare de valută, plătind o primă.

Creditorul ce are de încasat la termen o sumă în valută aferentă unui credit extern acordat se teme de scăderea cursului de schimb (apreciere) care ar provoca o ieftinire a creditului și implicit o pierdere pentru creditor. Soluția ar fi cumpărarea unei opțiuni de vânzare PUT care permite fixarea cursului de schimb la o valoare mai mare decât cea din momentul scadenței.

Instrumentele derivate (futures, opțiuni și swap) se dovedesc a fi deosebit de flexibile în acoperirea riscului valutar, presupunând însă o cunoaștere în profunzime a mecanismelor de funcționare și a efectelor produse de aceste instrumente pentru a putea lua o decizie corectă în privința utilizării lor cu succes.

Exemplu: O companie românească a importat produse de pe piața franceză în valoare de 100.000 Euro, plătit prin acreditiv documentar la 30 de zile. Cursul în momentul plății este de 3000 lei / Euro. Pentru a se acoperi împotriva riscului valutar, importatorul român cumpără 10.000 opțiuni cu valoare de 10 Euro plătind o primă de 100 lei / contract, prețul de exercitare fiind 2800 lei / Euro. La scadență, importatorul exercită opțiunea cumpărând euro la un curs de 2900 lei (preț de exercitare plus prima), și câștigă prin faptul că cumpără mai ieftin euro decât ar fi putut să o facă de pe piața valutară în acel moment.

10.4. Utilizarea contractelor de swap

Originea pieței operațiunilor de swap poate fi considerată a fi sfârșitul anilor '70, când au fost elaborate operațiunile de swap valutar ca o tehnică de evitare a controlului englez asupra creditelor în lire sterline. Acest instrument a cunoscut deplina consacrare odată cu operațiunea swap dintre IBM și Banca Mondială. Înainte de 1981, IBM a lansat un amplu program de împrumuturi în devize forte la dobânzi scăzute. Împrumuturile au fost făcute în special în mărci germane și franci elvețieni. Aceste împrumuturi au fost transformate apoi în dolari. Dobânda și capitalul trebuiau plătite în devize. În anii care au urmat, dolarul a cunoscut o apreciere semnificativă față de marca germană și francul elvețian. Această apreciere a făcut ca rambursarea împrumuturilor să fie mai avantajoasă în dolari și ducea la un câștig latent din cursul de schimb. La acea dată, Banca Mondială dorea să se finanțeze prin devize, la dobânzi scăzute. Se dorea lansarea de emisiuni în mărci germane și yeni. Salomon Brothers a contactat cele două părți, propunând Băncii Mondiale să facă o emisiune în dolari pe care să o preschimbe (printr-o operațiune de swap cu IBM) în mărci germane și franci elvețieni. Un asemenea acord aducea avantaje pentru ambele părți: piața emisiunilor în mărci germane și yeni avea o lichiditate mai scăzută decât cea americană și astfel, împrumutul făcut de Banca Mondială era mai atractiv în dolar și totodată la rândul său, IBM putea să convertească în dolari împrumuturile făcute în mărci germane și franci elvețieni și astfel să câștige din cursul de schimb. Tranzacția a fost făcută în august 1981 pentru o valoare nominală de 200 milioane USD schimbați pentru 200 milioane CHF și 300 milioane DEM. Prima tranzacție swap de dobândă a avut loc în 1981 între Continental Illinois și Citibank. Ulterior operațiunile swap de dobândă au evoluat incluzând toate tipurile de dobânzi.

Deși swap-ul de devize a fost primul apărut, swap-ul de dobândă a cunoscut o dezvoltare mai rapidă deoarece răspunde unor cerințe foarte importante: gestionarea riscului de dobândă și acoperirea riscurilor emisiunilor de obligațiuni. Printre factorii care au contribuit la dezvoltarea continuă a pieței swap a fost apariția unor noi tipuri de swap cum ar fi swap-ul de mărfuri și swap-ul de datorie externă. Producătorii și utilizatorii sunt cei care folosesc cu preponderență swap-ul de mărfuri pentru a putea preîntâmpina variația prețurilor mărfurilor. Foarte multe companii care folosesc petrolul și derivatele lor apelează la swap-ul de mărfuri (companii din domeniul extractiv, al transportului, al petrochimiei, al serviciilor publice). Inițial, piața swap-ului de mărfuri era dominată de câteva mari bănci comerciale (Bankers Trust, Chase Manhattan) și de case de comerț (J Aron Co, Phibro Energy). Primele operațiuni swap de mărfuri au implicat mai întâi produsele petroliere, și erau desfășurate mai ales la Londra, dar și în Australia, Canada și Singapore. Astăzi, un număr foarte mare de bănci, companii și case de comerț acționează pe piața swap de mărfuri (Banque Paribas, Continental Bank, British Petroleum, Louis Dreyfus Energy Corporation). În plus, unele bănci (Bankers Trust, Chase) au devenit creatori de piață oferind cotații de vânzare și cumpărare.

Începând cu 1981 piața operațiunilor de swap a cunoscut o dezvoltare deosebită datorită următorilor factori:

- ✓ un mediu internațional favorabil caracterizat de internaționalizarea crescândă a piețelor;
- ✓ modernizarea pieței obligațiunilor și dezvoltarea europiețelor (astăzi 70% din emisiunile de euroobligațiuni sunt însoțite de operațiuni swap);
- ✓ necesitatea unei mai bune gestionări a riscului de dobândă și a celui valutar;
- ✓ un instrument simplu, versatil, și care se contabilizează în afara bilanțului.

Operațiunile de swap / contractul de swap (valutar și de dobândă) au apărut pe baza creditelor paralele și a creditelor "back to back". Operațiunea de swap presupune schimbarea unui împrumut acordat în anumite condiții cu un altul ce prezintă alte condiții, mult mai avantajoase în opinia celui care inițiază întreaga operațiune. Un swap reprezintă practic un angajament între două sau mai multe părți de a schimba anumite fluxuri monetare (cash-flow) într-o perioadă viitoare. De exemplu, swap-ul de dobândă permite schimbarea unui împrumut acordat cu dobândă fixă cu unul cu dobândă variabilă (de exemplu LIBOR + x %), cel care inițiază operațiunea considerând evoluția în timp a LIBOR mai avantajoasă decât plafonul de dobândă fixă contractat inițial. În cazul swap-ului valutar un împrumut în dolari de exemplu este schimbat cu un credit în lire sterline.

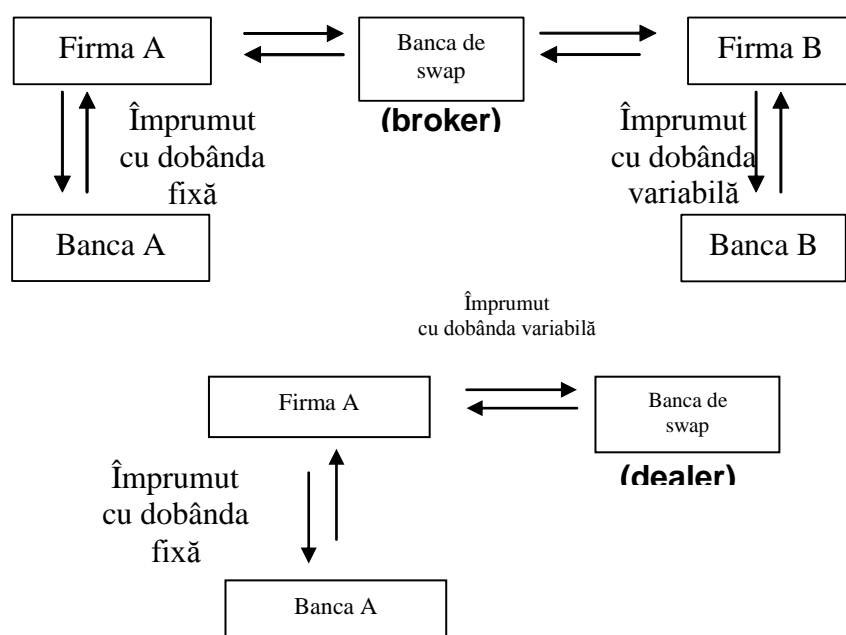


Fig. 10.4.1. – Circuitul unei operațiuni swap

Un operator swap este un swap broker atunci când acesta nu deține o anumită poziție financiară și operează ca un simplu agent sau ca o casă de curtaaj. Swap brokerul este un intermediar al informațiilor. El folosește experiența pe care o are în domeniul operațiunilor de swap pentru a găsi partenerul potrivit. Brokerul păstrează discreția în ceea ce privește partenerii potențiali până când este găsit partenerul potrivit. Brokerul ajută la negocierea și încheierea contractului, dar el nu este parte în contract și nici nu se confruntă cu risc financiar. Pentru această activitate brokerul primește din partea ambelor părți un anumit onorariu.

Un operator swap este un swap dealer atunci când acesta ia parte la tranzacție pe cont propriu pentru a facilita operațiunea de swap. Un swap dealer îndeplinește toate funcțiile unui swap broker. În plus, un dealer își asumă și un anumit risc ca parte în contract. Luând parte la tranzacții, dealerii swap sunt expuși riscurilor financiare. Acest risc poate fi destul de mare pentru că acesta este de fapt riscul pe care părțile vor să-l evite. De aceea, dealerul swap trebuie să rezolve două probleme. Mai întâi el trebuie să stabilească valoarea operațiunii swap astfel încât să înregistreze un câștig în condițiile riscului asumat. A doua problemă este reprezentată de faptul că dealerul gestionează un anumit portofoliu de operațiuni swap rezultate din tranzacțiile de piață.

Exemplu: o casă mutuală de economisiri (Savings and loan house), care plătește o dobândă LIBOR+1 depunătorilor, a efectuat un împrumut ipotecar de 1.000.000 dolari pe 5 ani, la o dobândă de 12%. Casa de economisiri este, însă, supusă riscului ca dobânda LIBOR să depășească 11% fiind expusă riscului de dobândă și de aceea dorește să evite acest risc convertind dobânda fixă pe care o primește la împrumutul ipotecar într-o dobândă flotantă. Posibilitatea de a realiza acest lucru depinde de capacitatea firmei A de a găsi o contraparte care să încheie cu ea un swap. Dacă firma A nu găsește un partener ea poate alege să apeleze la un swap broker. Însă swap brokerul poate să nu găsească un partener cu care casa de economii să încheie un acord swap. Există situații în care brokerul găsește un partener care îndeplinește parțial cerințele clientului sau care dorește să intre într-o tranzacție swap cu alte caracteristici. De aceea se poate apela la un swap dealer sau swap brokerul poate să devină swap dealer pentru contractul respectiv. Casa de economii încheie cu dealerul un contract swap în care plătește o dobândă fixă de 12% pentru o valoare nominală de 10 milioane dolari și primește o dobândă LIBOR+3. Astfel, casa de economii se protejează împotriva riscului de dobândă.

La început, băncile swap percepeau comisioane pentru contractele swap încheiate. Odată cu dezvoltarea pieței swap aceste comisioane au dispărut. Astăzi swap dealerul câștigă în special din diferența (spread-ul) dintre prețul cerut și cel oferit, adică diferența dintre dobânda pe care o plătește și dobânda pe care o acceptă pentru un anumit contract. Această diferență a scăzut de la 50 puncte procentuale, în anii '80, la 10 puncte în prezent. Diferențele foarte mici reflectă caracterul lichid și eficient al pieței de swap.

În următorul tabel vor fi prezentate cotațiile pentru un swap de dobândă LIBOR (T-Notes):

Anul	Banca plătește dobândă fixă	Banca primește dobândă fixă	Dobânda T-Notes
2	T-Note + 30pct	T-Note + 38pct	7,52
3	T-Note + 35pct	T-Note + 44pct	7,71
4	T-Note + 38pct	T-Note + 48pct	7,83
5	T-Note + 44pct	T-Note + 54pct	7,90

Tabel 10.4.1. – Cotații ale unei operațiuni swap

Atunci când banca negociază un contract swap de dobândă pe 5 ani, în care plătește o dobândă fixă și primește LIBOR, atunci dobânda fixă va fi de 44 de puncte peste dobânda titlurilor de stat cu o scadență de 5 ani, care este de 7,90%. Dacă banca plătește dobânda LIBOR și primește o dobândă fixă, atunci aceasta va fi de 8,44% (7,94% + 0,54%).

De obicei operatorii de swap sunt bănci de swap (swap banks). La început, principalii participanți pe piața operațiunilor swap erau băncile de investiții. Pe măsură ce piața s-a dezvoltat, au apărut și alte societăți financiare, în special bănci comerciale. Rolul intermediarilor s-a schimbat pe măsură ce piața a căpătat o mai mare consistență. În primii ani se pune accentul pe activitatea de broker, fără asumarea vreunui risc în cadrul operațiunii. Apoi, odată cu apariția standardizării în domeniul contractelor swap, a devenit esențial pentru intermediari ca ei să-și poată asuma riscurile (parțial sau total) din cadrul unei operațiuni swap. Astfel, băncile comerciale, cu o mai mare putere financiară, au devenit dealeri pentru operațiunile swap. Datorită concurenței de pe piață, fiecare operator important a încercat să impună tipul și terminologia proprie pentru contractele swap. Riscul unei confuzii generale era iminent și lipsa unei reglementări uniforme în domeniu împiedica dezvoltarea unei piețe secundare active. De aceea, principalii operatori au înființat o asociație internațională cunoscută sub numele de ISDA – International Swap Dealers Association. ISDA este o organizație internațională care reprezintă participanții de pe piața instrumentelor derivate, piață ce cuprinde operațiunile swap de dobândă, de valute, de mărfuri și de indici, dar și instrumente cum ar fi caps, floors, opțiuni pe swap.

Prima piață a swap-ului care a cunoscut cel mai mare avânt a fost cea americană dar cota relativă de piață a acesteia s-a diminuat odată cu transferul operațiunilor swap către piețele financiare din Asia și Europa. Dacă în 1982 operațiunile swap de dobândă și de valute însumau 20 miliarde USD, în 1987 acestea au ajuns la 683 miliarde USD (tranzacții în derulare), iar la jumătatea anului 1997, volumul operațiunilor swap era de 28.733 miliarde USD. În prezent, volumul tranzacțiilor swap de dobândă și de valute a înregistrat o creștere de peste 20.000 miliarde USD, însumând în anul 1999 circa 46.000 miliarde USD, iar în 2000 aproximativ 52.000 miliarde USD. Împreună au înregistrat un ritm de creștere de 12% în perioada 1999-2000. În ceea ce privește operațiunile swap de dobândă, în desfășurare în 1996, acestea au ajuns la 19.171 miliarde USD (la 01.06.97 volumul tranzacțiilor ajunsese la 22.116 miliarde USD), cu 49,6% mai mult față de 1995 când volumul tranzacțiilor era de 12.811 miliarde USD. Volumul tranzacțiilor noi din 1996 însumează 13.678 miliarde USD (în 1995-8.699 miliarde USD), 7.158 miliarde USD în a doua jumătate a anului și 6.520 miliarde USD în prima jumătate. Pentru operațiunile swap de valute, volumul tranzacțiilor în desfășurare era la sfârșitul anului 1996 de 1.560 miliarde USD (la 01.06.97 volumul tranzacțiilor ajunsese la 1.585 miliarde USD), cu 30,3% mai mult față de 1995 (1.295 miliarde USD). Tranzacțiile nou încheiate în 1996 au fost de 759,1 miliarde USD, ceea ce reprezintă o creștere de 66,8% față de 1995. La sfârșitul anului 1996, operațiunile swap de dobândă reprezentau 75,3% din totalul tranzacțiilor în desfășurare și 77% din totalul tranzacțiilor nou încheiate.

Evaluarea riscului într-un contract de swap este una dintre cele mai importante probleme, mai ales că modelul după care ar trebui făcut acest lucru rămâne în continuare un subiect disputat. Stabilirea credibilității financiare a unei întreprinderi este dificilă și costisitoare. De aceea, participarea pe piața operațiunilor de swap este limitată pentru acele firme și instituții care efectuează frecvent operațiuni swap sau care posedă garanții de solvabilitate și bonitate din partea operatorilor swap.

Pentru a analiza riscurile unui contract swap trebuie să ținem seama de următoarele elemente:

- ✓ contractele swap presupun obligații reciproce și condiționate. Astfel o parte într-un contract swap este obligată să efectueze plata numai dacă cealaltă parte a făcut acest lucru;
- ✓ deoarece în operațiunile swap nominalul nu face obiectul schimbului (cu excepția contractului swap de valute), riscul de neplată a acesteia nu există ca în cadrul unui împrumut obișnuit. Mai mult, în unele contracte swap, fluxurile de numerar plătite în timpul operațiunii reprezintă de fapt diferența dintre cele două fluxuri;
- ✓ în contractele swap de valute, riscul este mai mare deoarece riscului de dobândă i se adaugă riscul cursului de schimb;

- ✓ în ceea ce privește riscul, este bine să se facă distincție între riscuri intrinseci și riscurile asociate gestiunii unui portofoliu de swap.

Riscurile asociate unei operațiuni swap sunt: riscul de neplată, riscul de lichiditate (atunci când partenerul este în imposibilitate de plată, utilizatorul swap-ului va dori să înlocuiască pe perioada rămasă operațiunea inițială cu una nouă), riscul de dobândă.

Swap-ul de dobândă are doar două forme : dobândă fixă / dobândă variabilă și dobândă variabilă / dobândă variabilă (când diferă bazele de calcul ale dobânzilor).

Swap-ul valutar prin faptul că vizează schimbul a două împrumuturi denominate în monede diferite are ca variantă și schimbarea unui împrumut cu dobândă fixă cu un altul tot cu dobândă fixă. Practic, mecanismul swap-ului presupune schimbate doar a dobânzile ce trebuie plătite în contul celor două împrumuturi, nu și principalul, firmele implicate în acest contract rămânând în continuare debitoare față de creditorii inițiali.

Principalele caracteristici ale contractului de swap sunt:

- operațiunea are la bază un singur contract;
- contractul de swap are o formă standardizată;
- operațiunea este extrabilanțieră;
- dobânzile ce se schimbă nu se negociază;

Contractul de swap se realizează de regulă printr-o bancă de swap specializată care poate acționa în calitate de broker - găsește un partener pentru contractul de swap din baza sa de date sau de dealer - intră direct ca parte într-un contract de swap la solicitarea unei companii sau a unei bănci.

Odată cu apariția sa în anii '80, piața internațională a swap-ului a cunoscut o dezvoltare impresionantă, favorizată și de lichiditatea în creștere a acestor contracte pe măsura dezvoltării unei puternice piețe secundare.

O poziție luată într-un contract de swap se poate lichida în trei feluri:

- așteptarea până la scadență și încasarea sau plata diferenței de dobândă în funcție de evoluția acestora;
- adoptarea unei poziții de sens contrar celei inițiale, prin încheierea unui nou contract de swap cu partenerul inițial;
- adoptarea unei poziții de sens contrar celei inițiale, prin încheierea unui nou contract de swap cu un alt partener.

Prin faptul că permite schimbarea condițiilor de împrumut, contractul de swap are un rol important în acoperirea riscului de dobândă și a riscului valutar în finanțarea internațională. Utilizarea acestor operațiuni se bazează foarte mult pe capacitatea participanților de a prevedea evoluția viitoare a ratei dobânzii și a cursului de schimb . Inițial primul contract de swap a apărut pe credite, avându-i ca actori pe IBM și Banca Mondială (a fost un swap de dobândă). În prezent mecanismul atât de flexibil al operațiunii de swap s-a extins și la alte categorii de active și operațiuni căpătând o dimensiune internațională: swap pe indici, swap pe acțiuni, swap pe obligațiuni.

Swap-ul a pătruns în prezent chiar și în sfera operațiunilor comerciale, devenind deja clasic swap-ul pe mărfuri. Deosebit de interesante par a fi swap - opțiunile, instrumente sintetice de dată recentă care constau de fapt în achiziționarea unui drept suplimentar de a intra sau nu într-o operațiune de swap la o dată ulterioară. Contractul de swap rămâne unul dintre instrumentele derivate de bază care se tranzacționează pe piața financiară internațională, lichiditatea ridicată, flexibilitatea și accesibilitatea acestor contracte fiind doar câteva dintre avantajele directe care au condus la dezvoltarea lor.

Opțiunile swap (swaptions) sunt opțiuni pe contracte swap de valute. Acestea dau dreptul deținătorului de opțiuni de a începe, la un anumit termen o operațiune swap. Dacă o companie plănuiește ca peste 6 luni să obțină un credit pe 5 ani cu dobândă variabilă, dobândă pe care dorește să o preschimbe într-o dobândă fixă prin intermediul unui swap, compania poate achiziționa, prin plata unei prime, o opțiune swap prin care poate intra, peste 6 luni, într-o operațiune swap în care să plătească o dobândă fixă și să primească o dobândă variabilă. Dacă,

spre exemplu, dobânda fixă stipulată în opțiunea swap este de 12% și peste 6 luni dobânda fixă pentru un contract swap pe cinci ani ar fi mai mică de 12% atunci compania va abandona opțiunea și va încheia un contract swap de dobândă. Dacă dobânda ar fi mai mare de 12% atunci compania va exercita opțiunea și va obține un contract swap mai avantajos decât cel existent pe piață la acea dată.

Opțiunile swap sunt o alternativă la contractele swap la termen. Swap-ul la termen nu implică plata unei prime însă are dezavantajul că utilizatorul este obligat să încheie contractul swap. Prin folosirea unei opțiuni swap o companie poate beneficia de eventualele evoluții favorabile ale ratei dobânzii și se poate pune la adăpost de o eventuală evoluție nefavorabilă. De fapt diferența dintre un swap la termen și o opțiune swap este ca cea dintre un contract la termen pe valută și o opțiune pe valută.

10.5. Instrumentele sintetice pe rata dobânzii: cap, collar și floor

A. *Cap-ul sau ceiling-ul*, permite împrumutătorului de a se proteja contra unei creșteri a ratei pe o perioadă lungă și în special pe perioada împrumutului dacă rata este variabilă. Cap-ul permite fixarea unei limite superioare ratei variabile a unui împrumut păstrând posibilitatea de a profita de o creștere a ratei. În cazul creșterii ratei, cealaltă parte (banca, de obicei) varsă diferența de dobândă între rata maximă garantată de cap și rata reală de pe piață.

Prețul cap-ului plătit sub forma primei la începutul contractului este în funcție de nivelul ratei plafon aleasă. Cu cât plafonul este mai jos cu atât cap-ul este mai scump. La fel și pentru opțiuni, cu cât durata de garantare a cap-ului este mai lungă cu atât volatilitatea ratei de referință este mai mare.

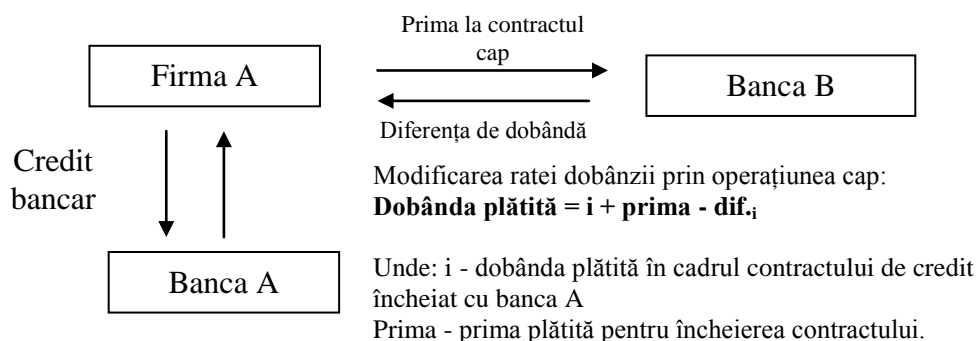


Fig. 10.5.1 – Circuitul unei operațiuni de tip ceiling

Spre exemplu, o companie românească dorește să împrumute 10.000.000 lei printr-un împrumut cu rată variabilă pe o perioadă de 3 ani, la o rată variabilă de dobândă BUBOR + 1%, rambursabil în tranșă finală. Pentru a se proteja contra unei creșteri a ratei dobânzii, compania cumpără un cap care-i permite să fixeze plafonul ratei la 9,5 p.a. % unde 0,5% reprezintă prima care trebuie plătită de companie. BUBOR în momentul încheierii contractului de credit este de 8%, iar la sfârșitul celor trei ani, BUBOR ajunge la 9% p.a.

B. *Floor-ul* este un instrument de acoperire simetric cu cap-ul, pentru că permite celui care acordă împrumutul să se protejeze împotriva unei scăderi a ratei pe o perioadă lungă rezervându-și posibilitatea de a beneficia de o eventuală scădere.

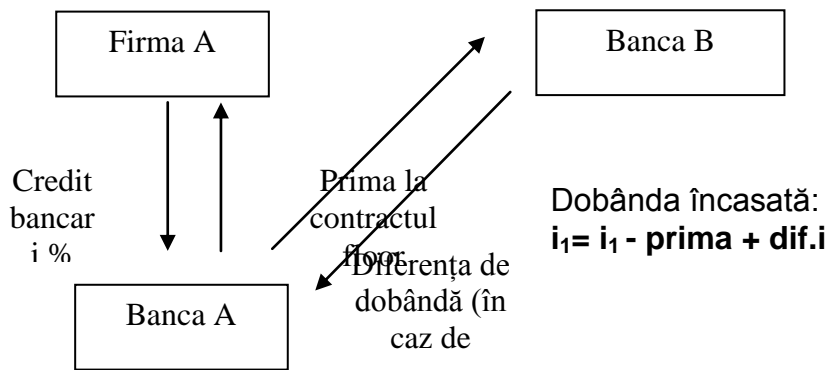


Fig. 10.5.2. – Circuitul unei operațiuni de tip floor

O companie care a contractat un credit cu o bancă poate intra într-un contract "floor" cu o altă bancă plătiind o primă și încasând ulterior diferența de dobândă, dacă aceasta evoluează nefavorabil (scade).

Floor-ul garantează o rată minimă - plafon pentru un plasament efectuat de o companie sau de o instituție financiară. Costul floor-ului este materializat printr-o prima vărsată la începutul contractului . prima crește cu nivelul de rata plafon garantat cu durata de garanție și cu volatilitatea ratei de referință.

C. Collar-ul: collar-ul sau combinația de rată rezultă din combinarea sintetică a unui cap și a unui floor (cumpărarea unui cap și vânzarea unui floor sau invers).

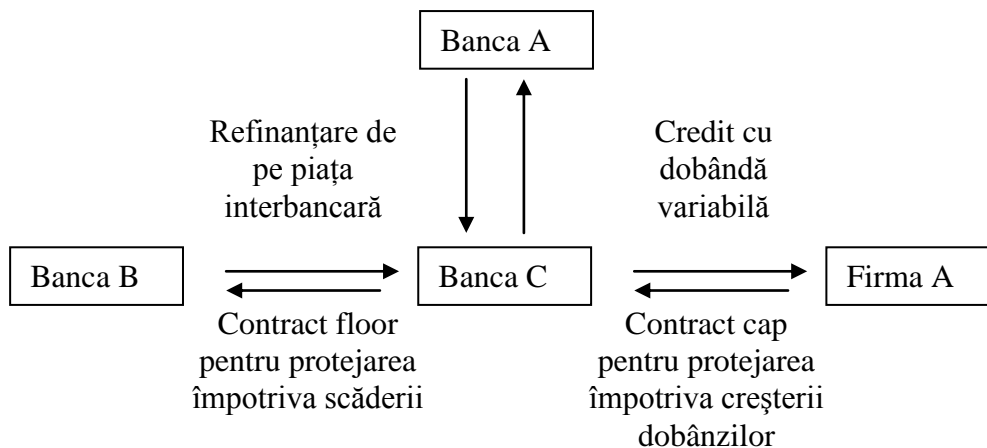


Fig. 10.5.3. – Circuitul unei operațiuni de tip collar

Collar-ul permite garantarea unui interval de rate. Dacă de exemplu cumpărarea unui cap garantează o rată de împrumut plafon, vânzarea simultană a floor-ului limitează profitul eventual al scăderii ratei. Costul acestui instrument sintetic este limitat la diferența dintre primele capului și cele ale floorului. Toate aceste instrumente sintetice servesc cu precădere la diminuarea gradului de expunere la riscul de dobândă sau la riscul valutar.

D. FRA – Forward Rate Agreement - Spre deosebire de forward, FRA are în vedere operațiunile pe termen mult mai scurt , prezentând o lichiditate mai bună, deși această lichiditate este inferioară instrumentelor de pe piața organizată. FRA este un instrument în afara bursei care permite întreprinderii să-și garanteze o rată la termen pentru un împrumut sau de credit de îndată ce se cunoaște data emisiunii sale viitoare.

Cumpărarea unui FRA garantează o rată de dobândă pentru un credit sau pentru plasament financiar. Acesta garantează se referă strict la rata dobânzii și nu la rata de capital. La scadență se plătește doar diferența între rata garantată și rata pieței. Calculul diferenței de primit

sau de vărsat se face în funcție de rata pieței din ziua emisiunii FRA, rata de dobândă garantată prin FRA durata emisiunii și valoarea nominală a FRA emis.

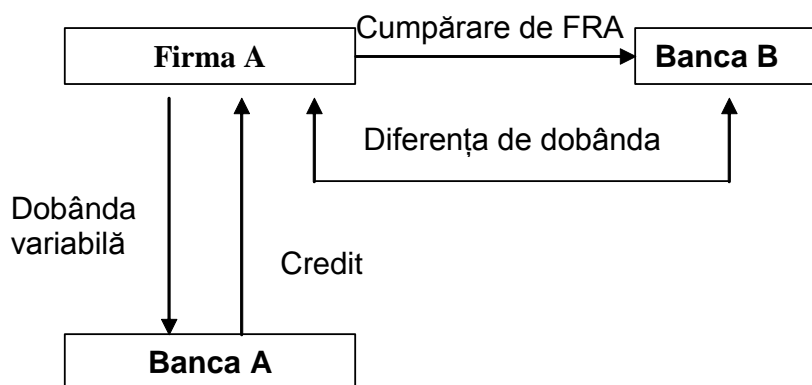


Fig. 10.5.4. – Circuitul unei operațiuni de tip FRA

Formula de calcul a acestei diferențe arată astfel:

$$\text{Dif.}i = \frac{(i_1 - i_{\text{FRA}}) \times K \times N}{12 \times 100}$$

Unde: i_1 = rata pieței în ziua emisiunii FRA,

i_{FRA} = rata garantată prin FRA;

N = durata emisiunii în zile;

K = suma nominală a emisiunii;

La scadența contractului, rata pieței este comparată cu cea garantată prin FRA și diferența de rata este vărsată de către o parte celeilalte.

În domeniul financiar, ultimii 20 de ani au reprezentat o perioadă deosebit de importantă datorită volatilității de pe piețele financiare și a nevoii crescânde de noi instrumente financiare. Incertitudinile din domeniul financiar au cauzat nenumărate probleme economice dar au condus și la un proces de dezvoltare și modernizare fără precedent. Dorința firmelor și a statului de a dispune de instrumente moderne care să permită o mai bună gestionare a riscului a condus la perfecționarea tehnicilor financiare și a mijloacelor de transmitere a informațiilor. Operatorii de piață și-au dat seama că incertitudinile privind cursurile de schimb, ratele dobânzilor și prețurile produselor nu pot fi eliminate doar printr-o mai bună previzionare a acestora. Instrumentele derivate rămân cele mai recente instrumente apărute pe piața financiară internațională. Utilitatea lor în acoperirea riscurilor asociate tranzacțiilor comerciale sau financiare internaționale este evidentă. Apariția contractelor la termen și a celor de opțiuni a reprezentat principalul factor de creștere al volumului tranzacțiilor. Aceste instrumente au reprezentat o bază solidă pentru cei ce doreau să se protejeze împotriva riscului pe o piață volatilă și instabilă.

10.6. Strategii de utilizare a instrumentelor derivate în managementul riscurilor: butterfly, strugle, straddle etc.

Contractele cu opțiuni au o largă utilizare în managementul riscurilor prin acoperirea pierderilor din fluctuațiile cursului bursier, dar și prin obținerea unor profituri din diferențele de curs. În funcție de ceea ce se urmărește, se realizează o combinație a contractelor pe opțiuni de tip CALL și PUT. Pe baza acestor combinații apar anumite strategii, precum: „STRADDLE”, „STRANGLE”, „BUTTERFLY”, etc.

A. „STRADDLE” – această strategie are la bază o combinație CALL – PUT, prețul de exercitare (PE) și scadențele fiind identice.

În cazul unei strategii STRADDLE de cumpărare, are loc o cumpărare a unei opțiuni CALL combinată cu o cumpărare de opțiune PUT. În cazul unei strategii STRADDLE de vânzare, avem o combinație între o vânzare de opțiune CALL și una de opțiune PUT.

Cumpărătorul unui „straddle” obține dreptul de a vinde sau de a cumpăra un număr determinat de acțiuni la un anumit preț de exercitare și la o anumită scadență fixată. Pe de altă parte, vânzătorul de „straddle” își asumă obligația să vândă și să cumpere acțiunile – suport la prețul și scadența determinate³.

În ceea ce privește evoluția cursului, cumpărătorul se bazează pe o fluctuație mare a cursului titlurilor, iar vânzătorul speră că până la scadență, cursul titlurilor să rămână stabil.

În graficele următoare vor fi evidențiate profiturile, respectiv pierderile care pot surveni în cazul adoptării unei strategii STRADDLE.

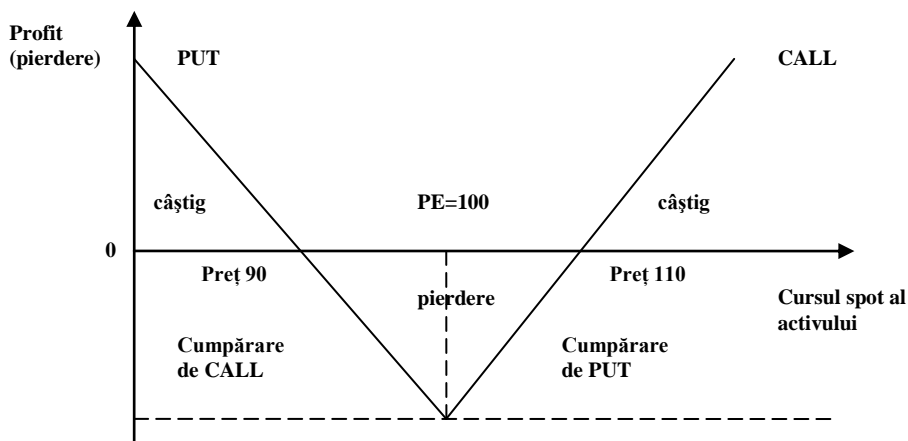


Fig. 10.6.1. – Rezultatul în cazul cumpărării de „straddle”

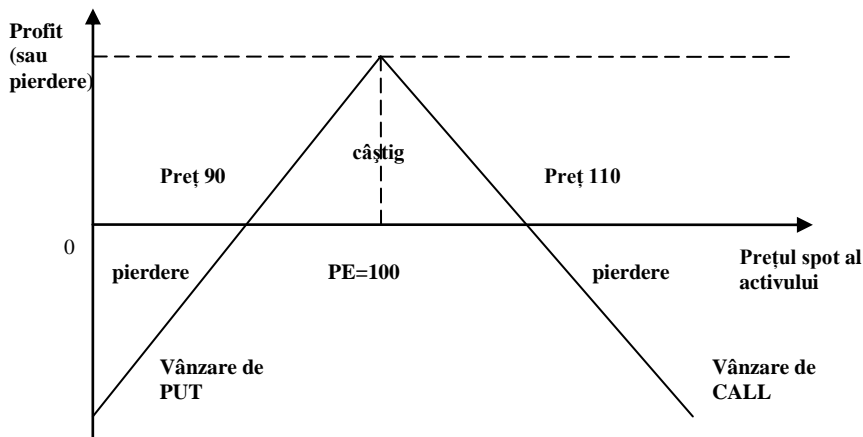


Fig. 10.6.2. – Rezultatul în cazul vânzării de „straddle”

Cumpărătorul de „straddle” va câștiga atunci când cursul se va afla în afara delimitărilor operațiunilor și va înregistra o pierdere atunci când fluctuația cursului este una redusă. În cazul vânzătorului de „straddle” situație este opusul cumpărătorului.

³ G. Anghelache, „Piața de capital”, Ed. Economică, București 2004, pg.371

B. „STRANGLE” – aceasta este reprezentată de o combinație între o opțiune CALL la un preț de exercitare mai mare și o opțiune PUT la un preț de exercitare mai mic. În graficul următor este ilustrat rezultatul unei astfel de operațiuni:

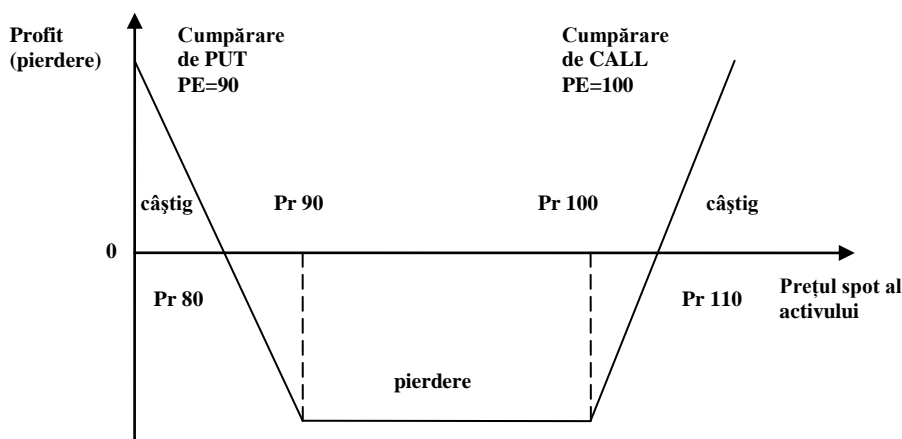


Fig. 10.6.3. – Rezultatul operațiunii „strangle”

În cazul operațiunii de tip „strangle” se observă că fluctuația cursului acțiunii în raport cu prețul de exercitare trebuie să fie mai mare decât în cazul tranzacției „straddle” pentru a rezulta un câștig pentru cumpărător.

C. „BUTTERFLY” – această tranzacție combină o cumpărare de PUT cu o cumpărare de CALL la prețuri de exercitare diferite, dar are ca punct de plecare vânzarea scurtă de „straddle”. Aceasta este o tranzacție în care operatorul anticipează o reducere a volatilității cursului acțiunii, care măsoară mărimea, dar și frecvența variațiilor cursului. Operatorul este vânzător de „straddle”, acesta având un câștig limitat la pierderea cumpărătorului de „straddle”. Dacă prețul acțiunilor se situează între delimitările operațiunilor, vânzătorul va înregistra un câștig, dar dacă prețul se va situa în afara delimitărilor, acesta va pierde. Vânzătorul va putea să-și acopere riscul de a înregistra o pierdere prin intermediul unei operațiuni de cumpărare de „butterfly”.

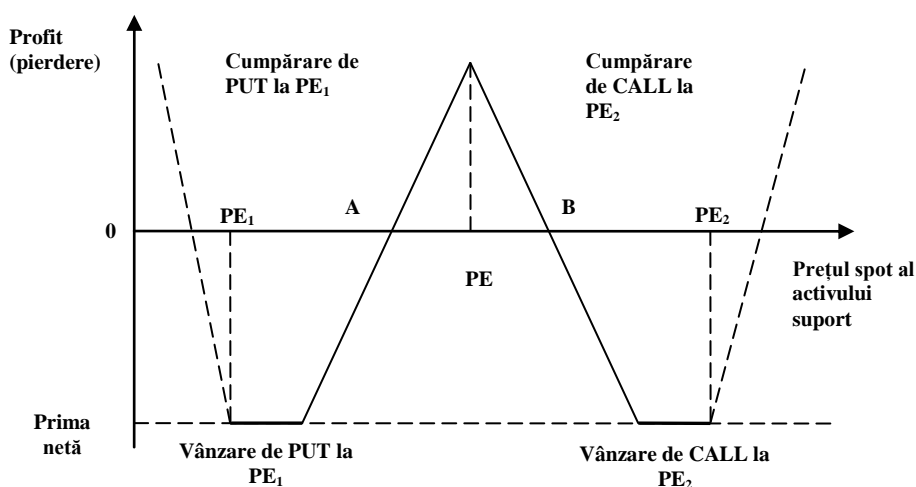


Fig. 10.6.4. – Cumpărare de „butterfly”

În graficul de mai sus, prețul de exercitare al tranzacției PUT a fost notat cu PE 1 și cel pentru tranzacția CALL cu PE 2. Cu A și B au fost notate delimitările operațiunilor (bornele tranzacției).

Graficul indică faptul că, la o variație mare de preț, pierderea pentru cumpărarea de CALL va fi acoperită de câștigul pentru cumpărarea de PUT, astfel încât: $PE - PE1 = PE2 - PE$.

Principiul avut în vedere în cazul combinațiilor de tip „butterfly” este acela conform căruia numărul de contracte PUT vândute și cumpărate să fie egal cu numărul de contracte CALL cumpărate și vândute.

Riscul operatorului este limitat la prima netă, care este calculată prin compensarea primelor plătite cu cele încasate, prin combinarea contractelor CALL și PUT. În situația în care cursul acțiunii suport pentru contractele cu opțiuni se situează între cele două borne A și B, cumpărătorul de „butterfly” va înregistra un câștig, în timp ce vânzătorul va pierde. Câștigul maxim pe care îl poate avea cumpărătorul este acela în care cursul acțiunii suport este egal cu prețul de exercitare.