

INOVAȚII PE PIAȚA FINANCIARĂ. UTILIZAREA INSTRUMENTELOR FINANCIARE DERIVATE PENTRU ACOPERIREA RISCURILOR DE PE PIAȚA BANCARĂ

Mihaela SUDACEVSCHI
Universitatea Nicolae Titulescu

Prof.univ.dr. **Ion NIȚU**
Universitatea "Athenaeum" din București

Abstract:

Instrumentele financiare derivate sunt utilizate atât pentru scopuri speculative, cât și pentru a reduce riscurile manifestate pe piețele financiare. Pe piața bancară, datorită gradului ridicat de volatilitate a cursului de schimb și a ratei dobânzii, instrumentele financiare derivate se utilizează frecvent pentru acoperirea riscului legat de creditare. Contracte precum: opțiuni pe cursul de schimb al monedei naționale, swap – uri valutare pe rata dobânzii, forward – uri pe rata dobânzii, swap – uri și opțiuni pe rata dobânzii, permit băncilor disocierea riscului de credit de riscul de finanțare și de cel de piață și transferul riscului creditului, dar cu păstrarea proprietății asupra acestuia.

Cuvinte cheie: instrumente derivate, contracte la termen, Futures, Swap, Opțiuni, securitizare.

Clasificare JEL: G24

Introducere

Derivatele sunt instrumente financiare, utilizate de investitori atât în scopuri speculative, cât și pentru reducerea riscurilor pe piețele financiare.

Există patru clase de contracte derivate:

1. Contracte Futures
2. Contracte Forward
3. Swap - uri
4. Opțiuni

1.1. Principalele titluri derivate

Titlurile derivate sunt produse bursiere rezultate din contracte încheiate între emitent și beneficiar și care dau dreptul cumpărătorului asupra unor active ale emitentului, la o anumită scadență viitoare, în condițiile stabilite prin contract. Valoarea de piață a acestor titluri depinde de activele la care se referă.

Aceste instrumente pot fi clasificate în funcție de¹:

- activul suport (*reference obligation*), care poate fi format dintr-un tip de activ sau din mai multe (*reference entity*). De remarcat că, în activitatea băncilor de investiții a apărut o mutație semnificativă dinspre tranzacționarea acțiunilor corporative către cele care exprimă creanțe², în principal credite ipotecare ;
- condițiile de exercitare, care pot fi variația *à la hausse* sau *à la baisse* a titlului, o majorare a spread-ului, o modificare a condițiilor macroeconomice etc.;
- câștigul (*payoff*) pe care îl calculează titlul, ca urmare a prevederilor din emisiunea acestuia și/sau a fluctuațiilor ulterioare a metodelor de indexare.

Instrumentele derivate pe risc de credit sunt:

- *Swap* pe riscul de credit (*credit default swap CDS*);
- Opțiuni pe risc de credit (*credit default options*) ;
- *Swap* pe risc de credit pentru entități multiple (*basket default swap*) ;
- *Swap* pe randamentul total (*total return swap, total rate of return swap*);
- Opțiuni pe spread-ul de credit (*credit spread options*);
- Contracte forward pe spread (*credit spread forwards*);
- *Credit linked notes*.

Swap-ul riscului de credit (credit default swap CDS).

CDS sunt contracte financiare bilaterale de protecție între cumpărători și vânzători. Cumpărătorul de protecție varsă o primă *ex-ante* - exprimată în puncte de bază pe an, în funcție de valoarea nominală a activului – vânzătorului de protecție, care se angajează să compenseze *ex-post* pierderile rezultate din activul de referință în cazul unui eveniment de credit . Aceasta este un tip de tranzacție nefinanțată, adică fără obligația constituirii de fonduri pentru garantarea tranzacției, vânzătorul de protecție încasând prime periodice și, astfel, ridicându-și veniturile fără a face nicio investiție de capital, dacă nu are loc, până la scadența contractului, niciun eveniment de credit. În caz contrar, vânzătorul este obligat să plătească o compensare, ce poate fi mai mult sau mai puțin costisitoare pentru el, respectiv să furnizeze fonduri *ex-post*. În acest caz este vorba de o expunere în afara bilanțului. Acest tip de instrument este cel mai utilizat produs derivat pe risc de credit, având o pondere de peste 50 la sută în totalul tranzacțiilor cu instrumente derivate pe risc de credit.

Credit default swap-ul poate fi utilizat în vederea transferării expunerii la risc de credit unei alte părți. De exemplu, băncile pot utiliza acest contract pentru tranzacționarea spread-ului de credit pentru obligațiuni emise de entități private sau de guverne, fără a poseda aceste instrumente. Scadența contractului nu trebuie să

¹ Codirlaşu Adrian – „Utilizarea instrumentelor financiare derivate pentru hedging-ul riscului de credit”, Colocviul financiar monetar organizat de Facultatea de Finanțe, Asigurări, Bănci și Burse de Valori, Academia de Studii Economice București, noiembrie 2005

² Mărgulescu Serghei, Mărgulescu Elena – „Depășirea limitelor”, Proceedings, The 32nd Annual Congress of the American Romanian Academy of Arts and Sciences (ARA), 2008

fie aceeași cu cea a activului de referință și în cele mai multe cazuri nu este. În cazul *default*-ului, contractul se consideră încheiat și vânzătorul de protecție va calcula și plăti cumpărătorului plata pentru *default* (*default payment*).

Opțiuni pe risc de credit (*credit default options*)

Credit default options sau *credit default swaption* este o opțiune de cumpărare de protecție (*payer option*) sau de vânzare de protecție (*receiver protection*) sub forma unui credit default swap ce implică un anumit credit de referință, cu o maturitate specifică. Opțiunea este, în general, de tip european, ceea ce înseamnă că se poate exercita o singură dată, la o dată viitoare, la un preț definit drept cupon al creditului default swap.

CDO (Collateral Debt Obligation)

- CDO (*Collateral Debt Obligation*) este o structură de securizare a activelor financiare de natură diversă, create de bănci pentru potențialii investitori, rareori fiind tranzacționate pe piața secundară. CDO grupează titluri care au la bază active (*asset-backed security* (ABS) sau diverse obligațiuni, în general cu valoare nominală ridicată. CDO sunt împărțite în trei tranșe, în funcție de gradul de risc pe care urmează să și-l asume investitorul :

- tranșele equity, care reprezintă titlurile cele mai riscante. Aceste fonduri sunt cumpărate, în general, de un *hedge fund* sau un gestionar CDO ;

Private equity¹ este un termen care înseamnă deținere de acțiuni la companii private (care nu sunt listate la burse). Instituțiile financiare care se ocupă cu *private equity* sunt fonduri închise cu capital de risc, care achiziționează acțiuni de la companii private. După modul de obținere a acțiunilor, aceste fonduri se împart în trei mari categorii:

Venture capital - fonduri care finanțează pornirea companiilor sau finanțează companii mici în vederea dezvoltării lor;

Leverage - fonduri care se ocupă cu cumpărarea directă de acțiuni de la companii private prin realizarea unor oferte tentante;

Growth capital - fonduri care se ocupă cu finanțarea companiilor mari și stabile, în vederea ajutării acestora de a se dezvolta, extinde sau restructura.

Un *hedge fund* sau un fond alternativ este un organism de gestiune colectivă, care funcționează pe aceleași principii ca și Organismele de Plasament Colectiv a Valorilor Mobiliare (OPCVM) sau fondurile mutuale americane, dar investesc într-o structură alternativă. Spre deosebire de fondurile clasice, fondurile hedge obțin performanțe fără a avea vreo legătură cu tendința generală a pieței acțiunilor și obligațiunilor. De remarcat că fondurile hedge acoperă o poziție prin luarea unei alte poziții simetrice.

¹ http://ro.wikipedia.org/wiki/Private_equity

Aceasta nu înseamnă că aceste fonduri hedge practică strategii lipsite de riscuri, deoarece aceasta nu le-ar permite să obțină profituri, adeseori substanțiale.

- tranșele *mezzanine* sunt intermediare. Aceste tranșe sunt primele ce suportă riscul și sunt cumpărate, în general, de gestionarii de active sau de investitori ce acționează pe cont propriu ;

- tranșele senior sunt cele mai puțin riscante. Ele sunt notate cu AAA sau AA de către agențiile de notare și sunt achiziționate de investitorii cu aversiune față de risc, care acceptă un câștig mai redus.

Deoarece conțin o trașă importantă de risc (*subprime*), CDO sunt titlurile cele mai afectate de criza imobiliară, cunoscută și sub denumirea de *criză de subprime*.

Băncile au numeroase avantaje dacă recurg la CDO :

- prin emiterea unui CDO, banca transferă creditele din activul bilanțier și, astfel, se poate încadra în reglementările privind stabilitatea financiară, respectând acordul Basel II și, totodată, încadrându-se în cunoscuta rată Cooke¹ ;

- emițând un CDO, banca urmărește să obțină o marjă cât mai substanțială, respectiv să maximizeze ecartul dintre ratele active și cele pasive ;

- prin securitizare, banca oferă posibilitatea investitorilor să aibă acces la active mai puțin lichide.

În funcție de tipul de active ce compun portofoliul, se deosebesc :

- CDO cash, în care vehiculul investițional (VI sau SIV²) investește în produse financiare de tipul obligațiunilor, creditelor bancare sau ABS;

- CDO sintetic, în care VI se expune creditelor, prin intermediul instrumentelor derivate de genul Credit Default Swap. VI investește produsul emisiunii diferitelor tranșe în colateralul Aaa. Dacă portofoliul de referință este definit la inițierea tranzacției și nu suferă modificări, CDO este considerat static. Dacă nu, se consideră un CDO ce trebuie gestionat și:

- este desemnat un gestionar, care are posibilitatea să efectueze un anumit număr de tranzacții asupra portofoliului de referință ;

- gestionarul își rezervă o poziție pe una dintre tranșele din *pool* și este remunerat cu un comision.

¹ Rata Cooke sau rata de solvabilitate bancară este o rată prudentială recomandată de Comitetul de la Basel. Această rată stabilește o limită a activelor de creditare ale unei bănci față de totalul capitalurilor proprii. Astfel, se consideră că o bancă este solidă din punct de vedere al solvabilității, dacă fondurile sale proprii reprezintă cel puțin 8% din totalul angajamentelor băncii (rata Cooke).

² SIV (Structured Investment Vehicle) sau Vehicul Investițional (VI) este o entitate ce realizează decorelarea riscurilor între titlurile emise prin operațiunea de securitizare și vândute investitorilor și riscurile aferente instituțiilor bancare ce au vândut activele de bază pentru operațiunea de securitizare.

VI finanțează activele securitizate prin emisiuni ale unor părți ce au statut de valori mobiliare pe diverse piețe, naționale sau internaționale: titluri de creanță pe termen mediu și lung (asset-backed securities) sau pe termen scurt (asset-backed commercial papers).

În cazul unei crize de lichiditate, dacă se confruntă cu cereri de răscumpărare, VI poate fi adus în situația de a-și vinde o parte din active, deplasând, astfel, criza, din sectorul bancar în alte sectoare ale economiei reale.

Exemplu de investiție CDO

CDO sintetic de 100 milioane euro, gestionat de o bancă de rating AAA :

Maturitate : perioada care a mai rămas până la scadența definitivă a titlului = 5 ani ;

Potofoliu de credite Europa și America de Nord

Rating mediu A3/Baa1

Tranșa Senior (AAA/Aaa, notată de agențiile de rating) : Euribor3M+90 bps

Tranșa Mezzanine (AA/Aa2, notată de agențiile de rating) : Euribor3M+175 bps

Tranșa Equity : Euribor3M+250 bps

Subordonare :

0-4% pentru tranșa Equity

4% - 9% pentru tranșa Mezzanine

9% - 100% pentru AAA tranșa Senior

Dacă nu există pierderi până la maturitate, investitorii vor primi trimestrial Euribor3M+spread și principalul corespunzător tranșei de maturitate.

Dacă la maturitate pierderile portofoliului sunt mai mici de 4 milioane euro, este afectată numai tranșa Equity.

Dacă pierderile sunt între 4 și 9 milioane euro, investitorii din tranșa Equity nu își vor mai primi înapoi principalul, iar celor din tranșa Mezzanine li se va scădea din principal 9 milioane defalcate din nivelul pierderilor.

Dacă pierderea este mai mare de 9 milioane, investitorii din tranșa Mezzanine nu vor primi înapoi principalul, iar celor din tranșa Senior li se va scădea din principal diferența dintre 100 milioane și nivelul pierderilor.

Swap pe risc de credit pentru entități multiple (*basket default swap*)

Spre deosebire de contractele *credit default swap*, în care cumpărătorul de protecție primește o plată în cazul în care o anumită entitate intră în incapacitate de plată, contractele *basket default swap* au de regulă, de la 3 la 5 entități de referință. Payoff-ul acestor opțiuni este bazat pe evenimente de credit asociate acestor entități. Valoarea maximă ce poate fi plătită se regăsește implicit sau explicit în contract.

Cele mai cunoscute tipuri de contracte sunt:

Senior basket default swap. În contract este specificată o plată maximă pentru fiecare entitate de referință iar vânzătorul contractului începe să plătească după ce un anumit nivel (prag) este atins. Valoarea maximă ce poate fi plătită este suma plăților maxime pentru fiecare entitate minus valoarea prag.

- *Subordinated basket default swap*. În contract este specificată o plată maximă pentru fiecare entitate și este specificată de asemenea plata maximă agregată. Nu există valoare prag iar plățile încep de la primul eveniment de credit.

- *N-to-default swap*. Plata despăgubirii este declanșată de al N -lea eveniment de credit. Pentru primele $N - 1$ evenimente de credit nu se fac plăți compensatorii. După această plată contractul este terminat. De obicei în contract poate fi specificată și plata maximă care poate fi primită de cumpărătorul de protecție.

Total return swap

Un *swap* pe randamentul total (*total return swap, total rate of return swap*) reprezintă un contract între două părți prin care acestea se angajează să schimbe între ele randamentul total al unui instrument de credit (cash flow-ri și modificări ale prețului) contra unor plăți periodice.

Credit spread options

Opțiunile put pe spread-ul de credit (*credit spread put*) permit cumpărătorului acestei opțiuni să vândă instrumentele de credit la o anumită valoare vânzătorului opțiunii în cazul în care spread-ul de credit al acestora se majorează. Printre condițiile care pot conduce la majorarea spread-ului pot fi înrăutățirea rating-ului de credit sau intrarea în incapacitate de plată a emitentului.

Câștigul (*payoff*) asigurat de un *credit spread put* este:

$$OV_t = VN + \frac{\max[X_t - P_{t,0}]}{100} \quad \text{dacă } (BY_t - RY_t) > SS$$

unde:

OV_t reprezintă câștigul (*payoff*) opțiunii,

VN – valoarea nominală a instrumentului de credit (obligațiune),

P_t – prețul instrumentului de credit la momentul t ,

X_t – prețul de exercițiu la momentul t , care este prețul obligațiunii la yield-ul ($RY + SS$),

RY_t – yield-ul de referință la momentul t , de obicei LIBOR sau yield-ul la titluri de stat,

BY_t – yield-ul obligațiunii de referință la momentul t ,

SS – spread-ul de exercitare a opțiunii.

Opțiunile call pe spread-ul de credit (*credit spread call*) îi conferă cumpărătorului cupoane suplimentare. Valoarea lor este determinată de diferența dintre spread-ul existent pe piață și spread-ul de referință, iar *payoff*-ul este o funcție crescătoare a spread-ului de credit.

Câștigul (*payoff*) unui *credit spread call* este:

$$OV_t = \max\{[(BY_t - RY_t - SS) * MN * RF], 0\}$$

unde:

OV_t reprezintă *payoff*-ul opțiunii,

MN – noționalul principalului,

RY_t – yield-ul de referință la momentul t , de obicei LIBOR sau yield-ul la titluri de stat,

BY_t – yield-ul obligațiunii de referință la momentul t ,

SS – spread-ul de exercitare a opțiunii,

RF – modificarea procentuală a prețului ca datorată unei modificări de 100 pb a spread-ului – factor de ajustare pentru sensibilitatea față de rata dobânzii.

Credit forward

Ceea ce deosebește *credit forward*-ul de o opțiune pe spread-ul de credit este posibilitatea existenței unui *payoff* negativ în cazul contractului *forward*.

Câștigul (*payoff*)l acestui contract este:

$$FV_t = (BY_t - RY_t - SS) * NP * RF$$

unde:

FV reprezintă *payoff*-ul contractului *forward*.

Credit linked notes/CDO

Credit linked notes reprezintă o combinație între un instrument cu venit fix și un instrument derivat pe risc de credit. Aceste contracte permit investitorilor acoperirea expunerii față de un anumit instrument cu venit fix fără a întreprinde o investiție directă în acel instrument. De asemenea, aceste instrumente permit investitorilor să adauge valoare portofoliului din evoluția prețului obligațiunii, a spread-ului de credit al acesteia sau a riscului de intrare în incapacitate de plată al emitentului.

Avantajele contractelor derivate

În cazul României, instrumentele derivate au utilitate din punct de vedere al dezvoltării pieței, dar nu pot fi neglijate limitele pieței financiare românești.

Instrumentele de credit derivate au permis sistemului bancar să contribuie la creșterea finanțării acordate sistemului real prin redistribuirea riscului finanțării către mai multe entități din sectorul financiar.

Principalele beneficii ale utilizării instrumentelor de transfer al riscului de credit:

- permit disocierea riscului de credit de riscul de finanțare și de cele de piață ;
- permit izolarea caracteristicilor temporale ale riscului de credit ;
- permit întâlnirea dintre nivelul de risc asumat de unii agenți economici cu apetitul pentru risc al acestora ;
- permit băncilor să transfere riscul creditului, dar să păstreze proprietatea asupra acestuia.

1.2. Mecanismul securitizării

Securitizarea este o operațiune financiară de valorificare a creanțelor de către un vehicul investitional, care le achiziționează, le grupează și le folosește pentru garantarea unei emisiuni de valori mobiliare.

În bilanțul unei societăți bancare, în activ se regăsesc creditele acordate de bancă tuturor clienților săi, persoane fizice și juridice, iar în pasiv sunt înscrise depozitele și conturile curente deschise de clienții băncii, precum și creditele pe care respectiva bancă le contractează de la alte bănci sau instituții financiare, la

care se adaugă obligațiunile emise de bancă, ce constituie, în fapt, tot datorii ale acesteia.

În contextul bilanțurilor bancare, securitizarea este o modalitate de finanțare prin crearea de titluri de valoare. Operațiunea își are originea în Statele Unite și a luat o amploare deosebită în ultimii 30 de ani.

Avantajul securitizării este că, în comparație cu finanțarea tradițională prin obligațiuni, adică obținerea de lichidități prin asumarea unei datorii ce se înregistrează în bilanțul băncii și se garantează prin creanțe ipotecare, securitizarea conferă investitorilor o mai mare protecție împotriva riscului de credit. Riscul de credit definește riscul ca banca să nu recupereze un credit acordat clienților.

Prin securitizare, creanțele ipotecare, ca elemente de activ ale băncii, sunt vândute de către inițiator, care este chiar banca. În consecință, acestea sunt scoase în afara bilanțului băncii, fiind astfel total protejate în cazul falimentului băncii inițiatoare. În plus, pentru banca inițiatoare, se realizează o operațiune de « curățare » a bilanțului, cunoscută și sub denumirea de « aranjarea vitrinei » (*window dressing*), în acest fel putând fi respectate mai bine regulile de prudențialitate impuse de acordul Basel II.

Securitizarea implică, la modul general, crearea de titluri de valoare derivate, respectiv titluri ipotecare, pentru că au la bază creanțe ipotecare. Activele de bază pot fi și altfel de creanțe, caz în care nu mai sunt denumite titluri ipotecare.

Titlurile sunt create dintr-un “pool” de creanțe, care sunt standardizate și prezintă caracteristici comune. Astfel, acestea sunt puse sub controlul investitorilor printr-un intermediar specializat, adică o societate sau fond de securitizare creat în acest scop (în terminologia nord-americană *special purpose vehicle SPV*, în legislația românească *vehicul investițional VI*).

O operațiune tipică de securitizare se realizează parcurgând cel puțin două etape. În prima etapă sunt transferate activele, respectiv creanțele, către fondul de securitizare, iar în a doua etapă acest fond realizează emisiunea de titluri derivate, adică titlurile securitizate. Fondul de securitizare folosește banii primiți din emiterea titlurilor pentru a plăti originatorului – banca de la care a achiziționat creanțele - contravaloarea activelor transferate.

În această schemă de finanțare, fondul emite titluri pe piața de capital. Performanța acestor titluri de valoare pe piață depinde în mod direct de performanța activelor de bază. În cazul creanțelor ipotecare, performanța depinde de modul în care acestea sunt rambursate.

Cine sunt investitorii, respectiv cei care cumpără în mod obișnuit aceste titluri de valoare derivate, care apar prin securitizare? Având în vedere că ele au la bază credite ipotecare, credite cotate în mod normal cu un risc considerat foarte scăzut în piață, aceste titluri au reprezentat investiția preferată a entităților care nu doresc să își asume riscuri mari. Acestea sunt: fonduri de pensii private, fonduri de

investiții, entități specializate în emiterea și tranzacționarea de MBS¹, dar și banci, societăți de asigurări etc.

Există două tipuri de securitizare, iar avantajele, dar și riscurile, pe care le implică operațiunile respective depind de buna gestionare și de controlul atent al calității activelor de bază, control ce ar trebui să fie reglementat prin prevederi specifice, unanim acceptate și aplicate în sectorul financiar.

Securitizarea tradițională

Securitizarea tradițională sau securitizarea cash se caracterizează prin transferul unui portofoliu de creanțe de la cedent (de exemplu o bancă de investiții) către un vehicul investițional (VI), care este o entitate independentă și al cărei obiect de activitate este limitat la desfășurarea tranzacției respective până la maturitate. Transferul se realizează prin cesiunea portofoliului de credite, astfel că acestea nu mai apar în bilanțul băncii. În general, banca cedentă continuă să administreze creditele, îndeplinind rolul de servicer – prestator de servicii financiare -, deși nu mai este proprietarul de drept al acestora, caz în care este stabilit și un servicer de rezervă. Esențial pentru securitizarea tradițională este transferul legal al dreptului de proprietate asupra creditelor către VI, astfel ca, în cazul falimentului cedentului, creditorii acestuia să nu aibă nici un drept asupra portofoliului respectiv.

Vehiculul investițional finanțează achiziția portofoliului de credite prin emisiunea de obligațiuni către investitori. Astfel, în activul VI apare portofoliul de credit, iar în pasiv obligațiunile emise. Performanța obligațiunilor securitizate (SBI) depinde numai de cea a portofoliului de credite, nu și de cea a băncii cedente. Banca cedentă, care continuă să administreze creditele, transferă către VI dobânda și principalul, pe măsură ce au loc încasările de la debitori. Plata cuponului și rambursarea obligațiunilor către investitori se realizează exclusiv pe baza cash flow-ului generat de portofoliul de credite, investitorii neavând drept de recurs asupra activelor băncii cedente, în cazul în care fondurile VI nu sunt suficiente. Riscul investitorilor provine din nerambursarea creditelor de către debitori și astfel imposibilitatea de a plăti în întregime și la termen obligațiunile scadente. Celelalte riscuri - de curs valutar, de rată a dobânzii ș.a. - sunt, de obicei, acoperite prin contracte swap, astfel că singurul risc asumat de investitori este cel de default al debitorilor. Cu scopul de rezolva problema insuficienței temporare de disponibilități pentru plata obligațiunilor, tranzacțiile cuprind un furnizor de lichiditate, care poate fi o bancă sau o altă entitate financiară acreditată în conformitate cu legislația țării, specificată în documentația tranzacției.

¹ Les Mortgage-Backed Securities (MBS) sunt titluri derivate care au ca activ support credite ipotecare grupate într-un *pool*. Respectiv cele credite ipotecare, în principal rezidențiale, sunt utilizate ca garanții și considerate ca valori mobiliare negociabile de către instituțiile financiare care le manevrează.

Interesele investitorilor în tranzacțiile cu instrumente financiare securitizate sunt reprezentate de un agent (trustee). Acesta supervizează respectarea prevederilor legale, contractuale și de plată în legătură cu portofoliul de creanțe. Rolul agentului este foarte important în caz de default al unor debitori, acesta putând, de asemenea, îndeplini și rolul de servicer de rezervă. Managerul este responsabil cu administrarea portofoliului de creanțe, având atribuții de custode, agent de calcul, monitorizare, încasare și plată. În unele tranzacții, agentul poate îndeplini și atribuțiile managerului.

Un rol esențial în tranzacțiile de securitizare îl au agențiile de rating. Acestea analizează fiecare tranzacție din punct de vedere al calității portofoliului de credite, structural și legal, acordând rating-uri pentru clasele de obligațiuni emise. Ele stabilesc nivelul minim de suport - *credit enhancement CE* - necesar pentru a obține ratingul dorit pentru fiecare clasă. Aceste rating-uri reflectă riscurile la care sunt expuși investitorii, fiind un instrument esențial pentru aceștia. Agențiile de rating monitorizează tranzacțiile pe toată durata existenței lor, procedând la modificări sau confirmări ale rating-urilor.

Se poate remarca în diagrama securitizării tradiționale că obligațiunile securitizate sunt emise în mai multe clase sau tranșe. Numărul acestora variază de la o tranzacție la alta, depinzând de caracteristicile portofoliului de creanțe securitizate, de experiența și modelul de optimizare al băncii de investiții care structurează tranzacția, precum și de caracteristicile pieței. Clasele de obligațiuni au profiluri diferite de risc, și implicit câștig. Esențial este faptul că pierderile care afectează portofoliul de creanțe sunt absorbite mai întâi de clasa junior (*equity*) și numai după ce nivelul pierderilor a depășit mărimea acesteia, clasele mezanin, iar apoi senior au de suferit. Majoritatea tranzacțiilor sunt structurate astfel încât clasa/clasele senior obțin ratingul „AAA” (cel mai mare posibil), reflectând o probabilitate foarte mică de a suferi pierderi. Clasa junior, care de obicei poartă denumirea *equity* sau *first-loss*, este păstrată, în cele mai multe cazuri, de către banca cedentă și nu primește un rating.

Securitizarea sintetică

În cazul securitizării sintetice, inițiatorul tranzacției este cumpărătorul de protecție, numit cedent, iar în securitizarea tradițională, care transferă riscul de creditare – cunoscut, în termeni financiar-bancari sub denumirea de *default* - al unui portofoliu de credite, (însă, se păstrează creditele în bilanțul propriu, către un vehicul investițional (VI) și către o altă entitate, denumită generic vânzător de protecție sau partener Senior CDS (*Credit Default Swap*). Cazul considerat este cel al securitizării sintetice parțial finanțate, care este și cea mai utilizată. Dacă întreg riscul este transferat către VI, atunci tranzacția este total finanțată, iar dacă vânzătorul de protecție preia tot riscul, atunci tranzacția este total nefinanțată.

Transferul riscului se realizează prin două CDS: junior, către VI și senior, către vânzătorul de protecție. Un CDS poate fi asemănat cu o asigurare de credit. Cumpărătorul de protecție – asiguratul - plătește o primă periodică către vânzătorul de protecție – asiguratorul - și este despăgubit în cazul producerii unor evenimente precizate în contractul de CDS, respectiv de asigurare.

În cazul CDS, definițiile evenimentelor de credit au fost standardizate de către ISDA¹ (*International Swaps and Derivatives Association*). Părțile unui CDS stabilesc, de comun acord, care sunt evenimentele de credit aplicabile contractului respectiv, preluând definițiile ISDA.

VI preia riscul de default sau de alt eveniment pentru un anumit procent din întreg portofoliul de credite care face obiectul securitizării. În cazul producerii de pierderi, cumpărătorul de protecție este despăgubit de către VI. Pierderile care depășesc nivelul asumat de VI sunt acoperite de către partenerul CDS senior. În consecință, swap-ul junior este subordonat celui senior.

În continuare, VI emite clase de obligațiuni securitizate către investitori, iar fondurile astfel obținute sunt investite în titluri de valoare cu risc redus - în principal obligațiuni guvernamentale, dar și obligațiuni ipotecare sau instrumente financiare securitizate, mai ales de tip MBS și Consumer ABS. Performanța obligațiunilor securitizate depinde de randamentul acestor investiții în titluri de valoare, dar mai ales de despăgubirile pe care VI trebuie să le plătească, conform contractului CDS junior, în cazul producerii unor evenimente de credit. Sursele de venit pentru plata obligațiunilor securitizate - cupon și principal - provin din prima periodică încasată de VI de la cumpărătorul de protecție, precum și din cuponul și principalul generat de investițiile făcute în titluri.

În concluzie, prin securitizarea tradițională, banca cedentă transferă dreptul de proprietate al portofoliului de credite, în timp ce prin securitizare sintetică are loc numai transferul riscului de default asimilat portofoliului respectiv. În primul caz, banca obține fonduri din vânzarea portofoliului, iar în al doilea banca primește compensații numai dacă se produc pierderi ca urmare a unor evenimente de credit.

Avantajele securitizării

În concepția inițiatorilor, **avantajele securitizării** sunt multiple, cele mai importante referindu-se la protecția pe care o oferă în cazul insolvenței, la care se adaugă câștigurile pe care le oferă investitorilor.

Prin securitizare, banca poate echilibra maturitățile, adică termenele unor anumite clase de active. Astfel, creanțele ipotecare sunt creanțe pe termen lung, până la 25 de ani, și au nevoie de finanțare pe termen lung, care poate fi oferită prin

¹ Cele șase evenimente de credit, în denumirea lor originală din limba engleză sunt: Bankruptcy, Obligation Acceleration, Obligation Default, Failure to Pay, Repudiation/Moratorium, Restructuring. În românește, ca și în alte limbi, cum este franceza etc. distincția este mai greu de făcut, de exemplu între default (risc de neplată, faliment) și bankruptcy (faliment) și, de aceea, se utilizează ca termeni de specialitate termenii originari, respectiv în engleză.

securitzare. Această echilibrare este importantă, pentru că finanțarea unor active pe termen lung cu pasive pe termen scurt induce diverse riscuri băncii. De exemplu, riscul de dobândă apare astfel: o bancă acordă credit pe 20 de ani unui client, în timp ce depozitele de la populație, din care se finanțează, sunt pe termen de maximum un an. Dacă dobânda la care acordă creditul este fixa pe 20 de ani, iar dobânzile la depozite cresc în timp, marja de profit a băncii se reduce.

Securitzarea solicită mai puțin capital decât finanțarea tradițională – deci oferă un randament mai bun al capitalului băncii.

Securitzarea este o formă mai ieftină de finanțare, în comparație cu alte modalități.

Securitzarea permite reducerea expunerii băncii față de o anumită clasă de debitori de un anumit risc. Astfel, dacă o anumită clasă de debitori devine prea mare față de restul bilanțului, prin intermediul securizării o parte din aceștia pot fi scoși de pe bilanț.

Bibliografie :

- [1]. Codirlaşu Adrian – „Utilizarea instrumentelor financiare derivate pentru hedging-ul riscului de credit”, Colocviul financiar monetar organizat de Facultatea de Finanțe, Asigurări, Bănci și Burse de Valori, Academia de Studii Economice București, noiembrie 2005
- [2]. Mărgulescu Serghei, Mărgulescu Elena – „Depășirea limitelor”, Proceedings, The 32nd Annual Congress of the American Romanian Academy of Arts and Sciences (ARA), 2008
- [3]. http://ro.wikipedia.org/wiki/Private_equity
- [4]. www.sibex.ro
- [5]. Roll R. W., Gay G. – „Interest Rate and Stock Index Futures and Options Characteristics, Valuation and Portfolio Strategies”, Financial Analysis Research Foundation, Monography, 18,1985