

**CONSIDERAȚII ACTUALE PRIVIND CONTRACTELE FORWARD****Victoria POSTOLACHE (DOGOTARI)**

Universitatea de Stat „Al.Russo” din Bălți

Financial derivatives come in many shapes and forms, including futures, forwards, swaps, options, structured debt obligations and deposits, and various combinations thereof. Some are traded on organized exchanges, whereas others are privately negotiated transactions. Derivatives have become an integral part of the financial markets because they can serve several economic functions.

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.

Potrivit Fondului Monetar Internațional [1], un contract privind instrumentele financiare derivate reprezintă un instrument financiar care este legat de 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 de orice alt instrument tranzacționabil stabilit între părțile contractante.

Din cele patru instrumente financiare derivate se consideră că contractele forward sunt cele mai vechi și poate că din această cauză și cele mai simple.

Robert E. Whaly definește contractul forward ca fiind un contract de cumpărare sau vânzare a unor active de bază (active suport) la o dată viitoare prestabilită la un preț convenit astăzi. Nu are loc nici un schimb de bani până la data expirării, până când cumpărătorul achită suma de bani în numerar menționată în contract și vânzătorul livrează activele contractate [2].

După cum susține Charles W. Smithson în cartea sa *Managing financial risk: a guide to derivative products, financial engineering, and value maximization*, un contract forward obligă proprietarul acestuia să cumpere un anumit activ la o dată stabilită la un preț cunoscut ca preț contractual sau preț forward, specificat în momentul contractării. Dacă, la scadență, prețul actual este mai mare decât prețul exercitării, proprietarul contractului câștigă profit; dacă prețul este mai mic, proprietarul suportă pierderi [3].

Contractele la termen reprezintă acorduri încheiate între două părți care se angajează să realizeze o tranzacție financiară la o dată 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 egale cu prețul de livrare.

În accepțiunea autorilor autohtoni, contractele forward pot fi clasificate în:

- ✓ Forward Rate Agreement (FRA);
- ✓ Forward pe interval (Range Forward);
- ✓ Forward participativ (Participating Forward);
- ✓ Forward revocabil (break forward);
- ✓ Par Forward;
- ✓ Floating Rate Par Forward;
- ✓ Forward pe credite și depozite [4].

Pe lângă tipurile de contracte forward enumerate în literatura de specialitate, cea americană și engleză mai propune spre studiere și alte tipuri de contracte forward, și anume:

- ✓ combinarea opțiunilor cu contractele forward;
- ✓ combinarea swapului cu contractele forward;
- ✓ contractele forward nelivrabile (NDF) [5];
- ✓ Forward Pricing Rate Agreements (FPRA) [6].

În continuare ne propunem să descriem unele categorii de contracte forward, pentru a face o delimitare cât mai clară între ele.

Un acord FRA, numit și un acord de rată de viitor, este un contract care permite unei societăți să blocheze o rată a dobânzii existente și se aplică la o singură perioadă în viitor. Acesta este un instrument financiar care în mod obișnuit „blochează” o rată a dobânzii la un depozit pe termen scurt sau împrumut începând de la o dată în viitor. Acordul FRA protejează o entitate economică împotriva consecințelor negative ale evoluției ratelor de dobândă în scădere. Aceasta permite să se gestioneze eficient expunerea la scăderea ratelor dobânzii de către protejarea ratelor dobânzilor la toate investițiile viitoare, inclusiv din vânzarea de FRA. De asemenea, permite companiilor să protejeze retragerile viitoare împotriva ratelor de dobândă atât nefavorabile, cât și negative. Contractele FRA sunt importante pentru companiile care se confruntă, în activitățile lor, cu un risc sporit, pentru a reduce impactul negativ al acestor factori de risc.

Potrivit lui Choudhry Moorad, un FRA este un acord de a împrumuta o sumă noțională de numerar de până la un an, începând de la orice punct în următoarele 12 luni, la o rată a dobânzii convenită. Prin urmare, contractele FRA sunt asociate cu rate cunoscute ale dobânzii. Ele garantează o rată a dobânzii exactă pentru un depozit sau un credit începând de la o dată din viitor. Contractele FRA sunt clare și nici nu au ambiguități asociate [7].

Conform opiniei lui Brian Coyle, contractele FRA sunt eficiente în gestionarea riscurilor de rată a dobânzii. Ele protejează o companie împotriva unei piețe monetare volatile, care are rate variabile de interes [8].

Contractele forward valutar sunt complet personalizabile; acestea oferă celor două părți flexibilitatea de a decide cu privire la o perioadă de timp și rată a dobânzii. Băncile elaborează, în mod normal, un FRA pe baza dorinței unice a clienților lor.

După Moorad Choudhry, un acord de FRA nu are nici o plată în avans sau asociată primelor. Nu există nici un schimb principal la data redactării acordului; contracte FRA nu au nici o taxă de tranzacție [9].

Un FPRA este un contract între o entitate guvernamentală și un contractant, în care anumite rate sunt stabilite pentru o perioadă determinată de timp. Aceste rate sunt proiecții la care este greu de estimat costurile și sunt utilizate pentru contractele de preț și la modificările contractului [10].

**Tablul 1**

**Principalele momente în funcționarea unui FPRA**

Scopul	Procesul	Orientările
Un FPRA este folosit pentru a asigura un preț corect și rezonabil câștigat de către un contractant și pentru a proteja o agenție guvernamentală de acuzații nedrepte. Contractantul estimează aceste rate pe baza unor standarde rezonabile. Agenția guvernamentală contractantă trebuie să le aprobe înainte de semnarea acordului.	De obicei, ratele de stabilire a prețurilor sunt estimate prin utilizarea unui procent sau raport. Procentul sau raportul se bazează pe diferențele de prețuri neprevăzute. În cazul în care factura este emisă, costurile sunt multiplicare cu acest procent sau raport. Rata protejează antreprenorii permițând o cantitate suplimentară de mai sus și dincolo de prețurile cotate sau estimate. De exemplu, rata reprezintă costurile anticipate pentru materiale și costurile forței de muncă.	Un antreprenor ar trebui să prezinte o propunere FPRA în fiecare an. Aceste acorduri ar trebui să indice, de asemenea, pentru ce perioadă de timp rata este prielnică. Rata trebuie să fie echitabilă și să fie utilizată numai pentru muncă, costurile indirecte, materiale și alte elemente care nu sunt ușor de estimat.

Combinarea unui contract forward cu un contract swap într-un singur instrument – în mod specific, un contract forward la rezultatele swap într-un instrument normal referit la un forward sau la un swap cu început întârziat. Deși plățile swap nu încep până la o dată viitoare stabilită, forwards swap-ul este identic cu un swap obișnuit odată ce data a fost atinsă. Forward swap-ul este de obicei utilizat de un trezorier care așteaptă să emită în viitor o rată flotantă a datoriilor și vrea să păstreze ratele existente.

Combi-nația forward swap elimină posibilitatea obținerii rezultatelor nefavorabile, dar de asemenea elimină potențialele rezultate favorabile.

Combi-națiile de opțiuni cu contractele forward permit managerilor să meargă împotriva potențialelor situații nefavorabile în timp ce participă la câștiguri în cazul în care ratele se mișcă în favoarea utilizatorului. Cele mai întâlnite combinații forward cu opțiuni se referă la tipurile de break forward, range forward și forward participativ.

„Am creat Break Forward la Midland Bank, cu ajutorul lui Edmond Levy, pentru a rezolva două probleme – în primul rând, reticența din partea directorilor de finanțe față de clienții corporației la plata primelor și, în al doilea rând, tratamentul fiscal nesatisfăcător”, – susține Warren Edwardes în lucrarea sa *Key Financial Instrument: understanding innovation in the world of derivatives* [11].

În octombrie 1986 opțiunile de valută au fost prezentate în Marea Britanie. Companiile erau încă foarte rezervate în a plăti primele pe opțiuni în avans, în temeiul unor contracte forward standard de schimb nu s-au plătit primele. Clientul pur și simplu a intrat într-un contract cu o bancă pentru schimbul, să zicem, Dolari SUA pentru Lire sterline cu termen de livrare în șase luni. La scadență, două monede au fost schimbate la cursul de schimb de preaprobare și la sumele specificate, iar pe la sfârșitul anului 1986 comisia de schimb, care a fost obișnuită cu un deceniu mai devreme, a dispărut. Astfel, companiilor nu li s-a cerut să facă orice plată în avans atunci când au intrat în contractele la termen și au avut de gând să convingă o mulțime de oameni să scrie un cec de plată pentru o opțiune. Unele trezorerii au convins panourile lor pentru a le permite să intre în opțiuni. Cu toate acestea, mulți au constatat că în cazul în care opțiunile, care au fost oarecum o formă de asigurare împotriva fluctuațiilor cursului de schimb nefavorabil, nu au fost exercitate la scadență, au fost criticate cu înțelegerea ulterioară, de către consiliile lor, a beneficiului acestui instrument. „Nu trebuie să cumpărăm și noi aceste opțiuni ultramoderne”, li s-a spus. „Să rămânem cu contracte forward”. Deci, a fost necesară o structură, cu caracteristici de opțiune, dar cu nici o primă explicită pentru client [12].

Un contract break forward este un contract forward, la o rată de redirecționare care permite titularului de a sparge sau revoca contractul cu o tranzacție de sens opus la o altă rată – rata break. Nu există nici o primă la opțiune de plătit și cheltuielile de opțiuni încorporate sunt incluse în stabilirea ratei forward și a ratei break. Contractul break forward a fost construit ca o opțiune sintetică.

În gestionarea expunerii la riscul de schimb valutar, siguranțele tradiționale utilizate sunt contracte forward de schimb sau cele rezultate din tranzacțiile corespunzătoare ale cursului de schimb la fața locului și a piețelor monetare. Experiența de volatilitate ridicată a cursului de schimb și rigiditatea acceptată a contractelor forward a creat nevoia de instrumente mai sofisticate și flexibile de gestionare a expunerii la risc. Contractele de opțiuni valutare au marcat începutul celei de-a doua generații. Astfel de contracte au fost distinse din contractele forward convenționale în măsura în care cumpărătorul unei opțiuni monedă este pur și simplu obligat să livreze o primă pentru a asigura protecția împotriva riscului valutar.

Break-forward au fost un nou produs dezvoltat de Midland Bank, care a combinat cele mai bune caracteristici ale ambelor generații. Contractele break-forward oferă trezoreriei corporative un instrument de acoperire împotriva riscurilor care poate simula sau transmite un forward acoperit și strategiile unhedged (neacoperite), precum și continuitatea de poziții între aceste extreme. În plus, produsul a fost proiectat pentru a depăși aversiunea companiei trezorerului și a primelor lor dificultăți asociate cu impozitarea. Au existat situații în care primele plătite pentru opțiuni nu au fost scutite de impozitul securizat; având în vedere faptul că break-forward nu implică plata unei prime, această dificultate nu a apărut.

Contractele break-forward au fost instrumente unice, valoroase pentru gestionarea expunerii la riscul de schimb valutar și cu proprietățile lor potențial fiscale eficiente a marcat începutul unor instrumente de generația a treia de trezorerie. Structura unor astfel de contracte este suficient de flexibilă pentru a imita atât contractele forward tradiționale, cât și contractele de opțiuni, precum și poziția unhedged (neacoperită).

Generalizând din punct de vedere economic, Participating Forward ar fi putut fi creat pur și simplu prin orice combinație a unui contract de schimb forward normal și a unui break-forward. Această structură oferă o acoperire garantată pentru expunerea completă, în același timp permițând a beneficia de o mișcare favorabilă a cursului de schimb pe o porțiune predeterminată de expunere a monedei. Nu există primă care se plătește pentru un Participating Forward.

Pentru a lua un contract de Participating Forward e nevoie de a examina suma, valutele implicate, data expirării și, cel mai rău, rata la care se dorește să se vândă valută străină.

Contractul Participating Forward prezintă unele avantaje și dezavantaje în comparație cu alte contracte forward.

Tabelul 2

## Avantajele și dezavantajele contractului Participating Forward

Avantaje	Dezavantaje
Oferă protecție în mărime de 100% din expunerea clientului	Rata de protecție va fi întotdeauna mai puțin favorabilă decât rata forward
Permite a beneficia de schimbări ale cursului valutar favorabil pe o porțiune de expunere totală	
Nu există primă care se plătește	

O variație comună a structurii activului de bază a forwardului este structura par forward. Logica de bază este necesitatea de a negocia întreaga serie de forwarduri la o singură rată mai degrabă decât a negocia forwarduri individuale la rate diferite, reflectând structura primelor și disconturilor ce predomină pe piață [13].

Non Deliverable Forward's (NDF's) este economic echivalent cu un flux stabilit complet de forward valutar. El este identic structurat cu un forward valutar. Unica diferență constă în faptul că așezarea la scadență a contractului este cea de decontare netă în numerar, nu cea de livrare fizică a sumelor monetare. Decontarea netă efectuată la scadență este calculată pentru a reflecta diferențele, care pot exista între ratele forward contractate și rata de schimb locală în vigoare la data scadenței [14].

În cele din urmă putem menționa că principalii factori care potențază 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.

**Referințe:**

1. International Monetary Fund, Manual on monetary and financial statistics, Washington, 2000.
2. Robert E. Whaly. Derivatives: markets, valuation, and risk management, 2006, p.3.
3. Charles W. Smithson Managing financial risk: a guide to derivative products, financial engineering, and value maximization. - New York: McGraw Hill, 1998, p.288.
4. Enicov I., Chetaru A. Instrumentele financiare derivate. Aspecte teoretice: Note de curs. - Chișinău: CEP USM, 2009, p.29.
5. Charles W. Smithson Managing financial risk: a guide to derivative products, financial engineering, and value maximization. - New York: McGraw Hill, 1998, p.288-291.
6. Nasa: Forward Pricing Rate Agreements.
7. Moorad Choudhry. The Bond and Money Markets, 2001.
8. Brian Coyle. Hedging Interest-Rate Exposures, 2001.
9. Moorad Choudhry. The Bond and Money Markets, 2001.
10. Nasa: Forward Pricing Rate Agreements.
11. Warren Edwardes. Key Financial Instrument: understanding innovation in the world of derivatives. 4 February 2000. Financial Times Prentice Hall ISBN 0273 63300 7.
12. Warren Edwardes. Break Forwards: A Synthetic Option Hedging Instrument'. "The Handbook of Financial Engineering", Wiley, New York, 1990.
13. Satyajit Das. Derivative products and pricing // Business and Economics, 2006, p.103.
14. Ibidem, p.104.

Prezentat la 25.10.2011