

PREVENIREA RISCURILOR PE PIAȚA DE CAPITAL PRIN CORELAREA CAPITALULUI CU SERVICIILE PRESTATE

PROF. UNIV. DR. PRUNEA PETRU
UNIVERSITATEA BABES BLOYAI CLUJ NAPOCA

Abstract: While capital market is growing in Romania and the country is closing for the aderating to EU, the regulating system in this field becomes more subtle. This work is about the evolution of regulating norms of Romanian capital market.

Pe măsură ce se maturizează piața de capital din țara noastră și se apropie momentul aderării efective la UE reglementarea activității în acest domeniu devine tot mai nuanțată și mai subtilă. Această evoluție merită a fi studiată deoarece dezvăluie un paradox și, în același timp, un motiv de încurajare a investițiilor în titluri financiare.

În condițiile în care pe plan mondial se înregistrează un amplu proces de dereglementare, asociat în proporții diferite cu liberalizarea și privatizarea, apare firească întrebarea privind necesitatea unor reglementări stricte, la nivel de detaliu, care sunt costisitoare și, pe alocuri, deprimante pentru cel obligat să le aplice și să le respecte. Suportul motivațional al restricțiilor impuse operatorilor de pe piața de capital este unul care derivă mai degrabă din considerente de ordin moral și doar, în al doilea rând, din cele de eficiență, fără ca acestea să fie subestimate.

Pe această piață s-a simțit întotdeauna nevoia promovării și asigurării, prin proceduri de lucru obligatorii, a intereselor investitorilor în titluri deoarece se consideră că ei au cunoștințe și informații mai reduse și neuniform distribuite despre operațiile cu valori mobiliare oferite la tranzacționare. Mai mult, se apreciază pe bună dreptate că firmele care prestează servicii de investiții financiare pot ajunge într-o situație financiară sau procedurală dezavantajoasă propriilor acțiuni și investitorilor cu care lucrează. Unele din ele, în lipsa anumitor reglementări, ar reuși, relativ ușor, să folosească titlurile sau banii clienților lor în scop propriu. Or, în cazul în care s-ar angaja în astfel de operațiuni și s-ar confrunta cu o stare de faliment clienții ar fi despăgubiți la fel ca acționarii proprii, cu ceea ce ar rămâne după lichidarea activelor deținute și repartizarea valorilor obținute astfel potrivit prevederilor legale.

Acum în România s-a ajuns la convingerea că prin adecvarea capitalului deținut la specificitatea operațiunilor efectuate și monitorizarea acestei corelații se poate limita mărimea riscurilor generate de activitatea societăților de servicii de investiții financiare (SSIF). În acest scop s-a introdus în analiza riscului conceptul de “capital de supraveghere”. El reprezintă sumele destinate, la nevoie, a fi utilizate pentru acoperirea riscului prin faptul că asigură continuitatea activității firmelor respective. Această ipostază a capitalului se determină prin corectarea mărimii fondurilor proprii de nivel 1 (capitalul inițial, fondul pentru riscul financiar general) și a capitalului suplimentar la nivel 2 (ex: rezervele din reevaluare, acțiunile preferențiale cumulative pe termen fix) cu anumite deduceri privitoare la pierderi, la acțiunile deținute, etc. Mărimea capitalului de supraveghere trebuie să fie egală sau mai mare ca aceea a capitalului inițial. Iar nivelul lui minim este și el plafonat.

Doar că posibilitatea realizării unei astfel de corelații, între capitalul inițial și cel deținut la un moment dat, devine realizabilă numai în situația în care analiza riscului depășește nivelul de generalitate sub care este el prezentat în literatura de specialitate, ca risc de piață și ca risc specific. În activitatea curentă pe piața de capital incertitudinea este prezentă în numeroase momente încât se poate individualiza sub forma riscului de poziție pe categorii de titluri deținute în portofoliu, a riscului de decontare, de contraparte, dar și a riscului de credit, de schimb valutar ori de concentrare. După cum el, riscul, se poate urmări pe categorii de active financiare ori pe mărfuri.

Pentru calcularea mărimii capitalului de supraveghere, care în orice moment trebuie să fie cel puțin egal cu cerința de capital pentru acoperirea riscurilor enumerate mai sus, este necesară analiza prealabilă a acestora și, pe baza rezultatelor ei, luarea unor măsuri corespunzătoare.

Riscul de poziție privește portofoliul tranzacționabil și, cum se poate deduce ușor, intervine ca urmare a schimbării prețurilor titlurilor care-l compun. Principalii factori care-l determină sunt cei care influențează mișcările pieței și situația emitenților titlurilor aflate în portofoliul tranzacționabil al SSIF în cauză. Deoarece acest portofoliu poate conține active financiare diferite, cu componente specifice, riscul de poziție se calculează separate pentru trei categorii de titluri: de creanță, de capital și de participare la organismele de plasament colectiv

Pentru a facilita calcularea cerinței de capital pentru acoperirea riscului de poziție pe titluri de creanță și de capital tranzacționate, el se divizează pe două componente: riscul specific și riscul general. În primul caz modificarea prețului este provocată de influența unor factori dependenți de activitatea emitentului titlului cotate la BVB sau a activului suport, când în discuție este un instrument derivat. Dacă prețul instrumentului financiar s-a modificat ca urmare a schimbării nivelului ratelor dobânzii pe piața monetară, sau datorită fluctuației generale a pieței bursiere se vorbește de riscul general. Fluctuația prețurilor și a ratei dobânzii face necesară evaluarea zilnică a titlurilor de creanță și a celor de capital tranzacționate pe o piață reglementată. Altfel spus, valoarea lor va fi actualizată zilnic. În cazul în care titlurile nu sunt înscrise pe o piață reglementată evaluarea se face luându-se în considerare valoarea realizabilă estimată.

Probleme deosebite, de mare finețe conceptuală și procedurală, apar când se apreciază instrumentele derivate deținute în portofoliu. Astfel contractele forward, futures și swaps se tratează ca o combinație între pozițiile short și long și, în plus, necesită urmărirea scadențelor contractelor respective ca și a împrumutului, dacă ele s-au încheiat pe rata dobânzii. Iar pozițiile deținute pe opțiuni pe rata dobânzii, pe titluri de creanță și de capital, pe valută, swap-uri, etc. pot fi supuse compensării (netting), în vederea obținerii poziției nete, cu orice poziție pe un activ financiar identic cu activul suport sau cu instrumentul financiar derivat. CNVM poate aproba compensarea în totalitate a pozițiilor pe instrumente financiare derivate dacă se îndeplinesc anumite condiții. Pozițiile nete, subliniez că acestea sunt necesare pentru calcularea cerinței de capital, se ajustează cu anumiți factori de reducere diferențiați în funcție de numărul de zile care au trecut după data încheierii angajamentului ferm.

Riscul specific pentru titlurile de creanță se calculează distinct pe categorii de astfel de titluri și pe scadențele acestora. Cerința de capital pentru riscul specific corespunzător titlurilor de creanță se obține înmulțind valorile din pozițiile nete astfel grupate cu ponderile precizate de CNVM și însumând pozițiile ponderate.

Procedura de calcul a cerinței de capital pentru riscul general pe titluri de creanță impune ponderarea fiecărei poziții nete long sau short cu coeficienți diferențiați pe scadențele acestora. Procentul de ponderare cuprins între 0,0% și 12,5% în funcție de scadențe este revelator pentru mărimea considerată a acestei categorii de risc. Calculul trebuie individualizat pe fiecare contract, titlu de creanță și separat pe fiecare monedă în care sunt ele exprimate, distinct pe cumpărări și vânzări forward pe titluri de capital, valute, etc. Cerința de capital poate fi redusă când portofoliul conține poziții ponderate de sens opus înscrise în aceeași bandă de scadență și când respectivele poziții sunt cuprinse în benzi diferite dar cu puncte comune. În fapt se recurge la o procedură complexă de însumare, compensare și ponderare a pozițiilor long cu cele short pe benzi de scadență și apoi între aceste benzi. Cerința de capital pentru această categorie de risc se obține în final în urma însumării pozițiilor reziduale rezultate din calculele de compensare în limita a 10% până la 150% din fiecare poziție din cele trei zone de grupare a scadențelor.

Procedura de determinare a riscului specific pe titluri de capital începe cu însumarea pozițiilor nete long și a celor nete short pe aceste valori mobiliare. Suma brută astfel obținută se înmulțește cu 4%. Se poate obține reducerea cerinței de capital pentru această categorie de risc la 2% dacă portofoliul îndeplinește condițiile pentru a fi considerat „calificat”. Un astfel de portofoliu este mai puțin riscant pentru că nu conține titluri de capital emise de o firmă care a mai lansat pe piață titluri de creanță cu scadență mai mare de 24 luni și, în plus, fiecare poziție individuală este suficient de lichidă și reprezintă mai mult de 5% din valoarea întregului portofoliu de titluri de capital al SSIF.

Calculul cerințelor de capital pentru riscul general pentru aceste titluri se deosebește de calculul anterior prin faptul că se utilizează un coeficient mai mare de 8%. Iar acesta se aplică asupra poziției totale nete rezultată după scăderea pozițiilor short nete din cele nete long pe fiecare titlu de capital deținut.

Deoarece SSIF pot deține numai poziții long pe titluri de participare la organismele de plasament colectiv, coeficienții de ponderare a pozițiilor deținute sunt foarte mici, de la 0% - în cazul titlurilor emise de administrația centrală, la 0,8%, dacă se dețin alte titluri decât instrumente financiare.

Dacă titlurile de creanță, de capital și mărfurile tranzacționate sunt nedecontate în momentul livrării ia naștere *riscul de decontare*. Mărimea lui este egală cu diferența dintre prețul de decontare stabilit prin contract, pentru aceste titluri sau active, și valoarea lor curentă de piață. Se poate invoca riscul de decontare în acest caz doar dacă din diferența menționată rezultă o pierdere pentru SSIF. Cerința de capital pentru acoperirea riscului de decontare se poate determina folosind fie metoda standard, caz în care coeficientul de ponderare a diferenței invocate variază între 0,08 și 1,0, în funcție de numărul de zile lucrătoare care depășesc data expirării contractelor, fie metoda opțională. În aceasta alternativă la cerința de capital se ajunge înmulțind prețul de decontare stabilit în contractul de tranzacționare cu un coeficient cuprins între 0,005 și 0,19.

Cu o expunere similară dar de serginte opusă se confruntă SSIF când a plătit titlurile sau mărfurile înainte de a le primi sau dacă a livrat titlurile ori mărfurile înainte de a primi contravaloarea lor. Expunerea pentru acest *risc*, care se numește *de contraparte*, este egală cu plata efectuată pentru titlurile neprimite încă și cu valoarea titlurilor livrate fără a fi achitate. Cerința de capital se determină prin aplicarea coeficientului de 8% asupra valorii tuturor titlurilor.

Când debitorii rezultați în urma unor operațiuni cu alte titluri decât cele incluse în portofoliul tranzacționabil intră în faliment ia naștere *riscul de credit*. Activele care se scad conform legii din capitalul de supraveghere nu constituie active cu risc. Cerința de capital corespunzătoare riscului de credit se calculează ponderând valoarea activelor cu risc cu 8%. Activele care fac obiectul cerințelor de capital pentru riscul de credit sunt instrumentele financiare, contractelor futures și pe opțiuni, care nu aparțin sau nu sunt incluse în portofoliul tranzacționabil, cerințelor provenind din contractele repo și tranzacțiile de împrumuturi de titluri ca și elementele extrabilanțiere de natura garanțiilor acordate, angajamentelor asumate. Instrumentele financiare care urmează a fi livrate pentru ca tranzacția să fie decontată, ca și cele oferite spre vânzare, depozitele și împrumuturile care urmează a fi primite sau făcute nu reprezintă active generatoare ale riscului de credit.

Afluxul de investitori străini pe piața românească de capital amplifică vulnerabilitatea SSIF prin faptul că le expune la fluctuațiile ratei de schimb a valutei, a prețului aurului, a tuturor elementelor exprimate în valute străine, inclusiv a celor care nu sunt incluse în portofoliul tranzacționabil. Se formulează cerința de capital pentru acoperirea *riscului valutar* numai dacă în urma însumării pozițiilor nete valutare cu cea pe aur se obține o valoare care depășește 2% din fondurile proprii.

Instabilitatea financiară a unui SSIF poate să fie determinată și de deținerile individuale ale unui client sau grup de investitori. Dacă posesiunile acestora reprezintă o sumă egală sau mai mare de 10% față de capitalul de supraveghere SSIF este expusă *riscului de concentrare*. Potrivit legii expunerile mari nu pot depăși 800%, iar pe un client sau pe un grup de clienți asociați - 25% din capital de supraveghere, decât în cazul în care surplusul propriu provine în totalitate din portofoliul tranzacționabil și SSIF are o cerință suplimentară de capital legată de respectiva depășire. Dacă apare nevoia unei astfel de cerințe suplimentare ea trebuie calculată prin selectarea acelor componente ale expunerii totale de tranzacționare față de clientul individual sau grup, care atrag cele mai înalte cerințe de risc specifice. Cerința de capital suplimentar se diferențiază în funcție de durata în zile a depășirii. Dacă aceasta este de sub 10 zile cerința de capital suplimentar trebuie să fie de 200% din suma calculată conform procedurii descris mai sus. După 10 zile de la apariția depășirii cerința de capital suplimentar se încadrează între 200% și 900%, în funcție de ponderea cu care aceasta a întrecut limitele fondurilor proprii exprimate procentual.

O altă restricție pentru a preveni acest risc este formulată în legătură cu ponderea expunerii portofoliului tranzacționabil față de clientul individual sau grup de clienți asociați nu trebuie să fie mai mare de 500% din fondurile proprii ale SSIF dacă depășirea este de sub 10 zile și de 600% peste 10 zile. Pe lângă aceste restricții reglementările în vigoare impun SSIF care a depășit limitele de expunere să raporteze trimestrial valoarea depășirii și numele clientului aflat în această ipostază.

Entitățile care operează pe piața de capital din România sunt autorizate să facă tranzacții și cu mărfuri, cu instrumente financiare derivate pe mărfuri, nu doar cu titluri financiare clasice. Posibilitatea înregistrării unor pierderi la pozițiile deținute pe astfel de active face necesară

respectarea unor cerințe specifice de capital pentru acoperirea riscului corespunzător lor. La calcularea acestei cerințe de capital se impune o atenție deosebită pentru exprimarea prețului spot al fiecărei mărfi în moneda de raportare și pentru tratarea pozițiilor pe instrumentele financiare derivate ca poziții pe mărfurile pe care le au la bază. De asemenea în acest calcul trebuie incluse și mărfurile date cu împrumut, în cadrul unui contract cu un astfel de obiect, precum și mărfurile transferate ori drepturile garantate referitoare la proprietatea asupra mărfurilor.

Se cunosc două metode de determinare a cerinței de capital pentru riscul aferent mărfurilor. Metoda „scalei scadențelor” constă în calcularea sumei poziției long și sumei poziției short pe fiecare bandă de scadență, pentru a afla mărimea pozițiilor compensate și a celor necompensate. În continuarea calculului suma pozițiilor long sau short compensate se înmulțește cu rata de „spread” de 1,5% pentru fiecare interval de scadență și cu prețul spot pentru fiecare marfă, iar poziția raportată ca fiind necompensată între două benzi de scadență a pozițiilor se înmulțește cu 0,6% rata de report și cu prețul spot. Dacă rezultă o valoare reziduală a pozițiilor necompensate ea se înmulțește cu 15% rata completă și cu prețul spot pentru fiecare marfă. Rezultatul acestor trei calcule se însumează, iar ceea ce se obține în final reprezintă cerința de capital pentru riscurile aferente mărfurilor.

Dacă se folosește metoda simplificată această cerință de capital va fi egală cu suma valorilor rezultate din următoarele două operațiuni: 15% din poziția netă, long sau short, înmulțită cu prețul spot al mărfii și 3% din poziția brută, long plus short, înmulțită cu prețul spot al mărfii.

SSIF, în funcție de modul în care își organizează activitatea și de natura operațiunilor pe care le efectuează, se confruntă și cu alte categorii de riscuri. Cele generate de mărimea costurilor fixe se acoperă prin obligația deținerii de fonduri proprii echivalente cu 25% din mărimea acestor costuri din anul precedent. În cazul în care se efectuează operațiuni cu opțiuni cerința de capital se determină într-un mod complicat, în special datorită dificultății măsurării riscului de preț al acestor instrumente derivate și a erorilor generate de folosirea metodelor liniare.

Metodele prezentate pentru calculul cerinței de capital pentru acoperirea riscului de poziție, valutar și pe mărfuri nu sunt limitative. Dacă o SSIF dispune de un sistem al managementului riscului solid din punct de vedere conceptual, implemetat cu profesionalism, capabil să furnizeze zilnic conducerii date despre mărimea expunerii la risc, poate elabora metode interne ale managementului riscului. Doar că ele trebuie să obțină avizul CNVM. Aprobarea este condiționată de capacitatea metodei de a îndeplini numeroase și dificile condiții.

Prezentarea riscului cu care se confruntă entitățile care operează pe piața de capital și procedura laborioasă de calcul al cerințelor de capital pe care ele trebuie să le îndeplinească arată nu doar modul insidios în care riscul în general și cel din domeniul financiar, în special, penetrează astăzi activitatea economică, ci și seriozitatea cu care se abordează această problemă pentru a diminua și chiar pentru a se înlătura efectele lui.