

CAPITOLUL 1

Categoriile de riscuri pentru instrumentele cu venit fix

Privire de ansamblu asupra titlurilor cu venit fix

În acest capitol vom prezenta cele mai importante caracteristici ale obligațiunilor, acțiunilor preferențiale, și ale produselor structurale, acestea alcătuind universul titlurilor cu venit fix.

Obligațiunile

Scadența

Una dintre trăsăturile importante ale obligațiunilor este timpul rămas până la scadență; numărul de ani în care împrumutatul se obligă să îndeplinească condițiile creditului (conținute în prospectul obligațiunii). Scadența este data la care datoria va înceta și împrumutatul va acoperi emisiunea prin plata valorii nominale, sau principal. Un indiciu al importanței scadenței este faptul că titulatura sau codul fiecărei obligațiuni conține maturitatea acesteia (și cuponul).

Scadența unei obligațiuni este crucială din mai multe motive. În primul rând, indică durata de viață așteptată a titlului, sau numărul de perioade în care deținătorul acestuia se poate aștepta să încaseze dobânda aferentă cuponului, și numărul de ani până când principalul va fi plătit. În al doilea rând, randamentul unei obligațiuni depinde în mare parte de scadența acesteia. Mai precis, în orice moment din timp, randamentul oferit de o obligațiune pe termen lung poate fi egal, mai mare sau mai mic decât cel oferit de o obligațiune pe termen scurt. În cel de-al treilea rând, volatilitatea prețului unei obligațiuni este strâns asociată cu scadența acesteia: modificarea nivelului ratelor de dobândă din piață va genera modificări mult mai mari asupra prețului obligațiunilor cu termen mai lung până la scadență decât asupra celor cu termen mai scurt.

Atunci când ia în considerare scadența unei obligațiuni, investitorul trebuie să țină cont de orice prevedere care poate modifica sau permite emitentului să modifice scadența acesteia. Deși obligațiunile corporative sunt de obicei *obligațiuni la termen* (emisiuni cu o singură scadență), adesea acestea conțin prevederi prin care firmele emitente fie pot ori sunt obligate să retragă datoria mai devreme, parțial sau integral. Unele obligațiuni corporative dau emitentului un drept de retragere – *call privilege*, care permite firmei emitente să răscumpere obligațiunea înaintea scadenței programate, în anumite condiții. Obligațiunile municipale pot avea prevederi similare. Numeroase obligațiuni emise de companii din sectoarele industrial și al utilităților conțin prevederi de tip *sinking-fund*, care prevăd ca emitentul să retragă o parte substanțială din datorie, după un program prestabilit, în perioada de viață a instrumentului și înaintea scadenței prevăzute.

În general, maturitatea obligațiunilor corporative este între 1 an și 30 de ani. Există însă și excepții. Firmele cu situație financiară foarte bună au început să emită datorie pe termen mai lung, pentru a-și garanta finanțare atractivă pe termen lung. Spre exemplu, la sfârșitul anilor 1990, erau aproximativ 90 de obligațiuni corporative pe piața americană cu scadențe de 100 de ani.

Deși clasificarea obligațiunilor în obligațiuni pe termen scurt, mediu și lung nu este universal acceptată, această este clasificarea folosită în general. Obligațiunile cu scadența între 1 și 5 ani sunt considerate pe termen scurt; cele cu scadența între 5 și 12 ani sunt privite ca fiind pe termen mediu (sunt adesea numite note – *notes*); cele cu scadență peste 12 ani sunt obligațiuni pe termen lung.

Cupon și principal

Cuponul unei obligațiuni este dobânda periodică plătită deținătorului pe perioada de viață a obligațiunii. Cuponul este întotdeauna menționat, împreună cu scadența, în orice cotație a prețului obligațiunii. În general, este citată rata cuponului - rata dobânzii care înmulțită cu principalul, sau valoarea nominală a obligațiunii, dă valoarea absolută a cuponului. În SUA, practica generală este ca acest cupon să fie semi-annual. O excepție importantă o reprezintă titlurile structurate bazate pe ipoteci sau active (*mortgage-backed și asset-backed securities*) care de obicei au fluxuri de capital lunare. Spre deosebire, obligațiunile emise pe unele piețe obligatate europene, și toate cele emise pe piața eurobondurilor, au cupon anual. Obligațiunile pot fi

la purtător – *bearer bonds*, sau înregistrate – *registered bonds*. În cazul obligațiunilor la purtător, investitorii decupau cuponul și îl trimiteau emitentului pentru plată; acest tip de obligațiuni nu se mai folosesc. Pentru cele dematerializate și evidențiate în cont, deținătorii primesc plata în mod automat. Toate noile emisiuni de obligațiuni trebuie înregistrate.

Există câteva obligațiuni corporative (în general emise de companiile feroviare americane) denumite obligațiuni de venit – *income bonds*, ce permit firmei emitente să omită sau să întârzie plata dobânzii dacă veniturile sale sunt prea scăzute. Acestea au fost emise ca parte din schema de reorganizare în caz de faliment sau pentru a înlocui o ofertă de acțiuni preferențiale. O variantă a acestora – obligațiunile deferabile (*deferrable bonds*, sau *trust preferred* ori *debt/equity hybrids*) au cunoscut un succes deosebit în anii 1990; acestea dădeau emitentului opțiunea să amâne plata cuponului cu până la 5 ani în cazul unor probleme financiare.

Obligațiunile cu cupon zero – *zero-coupon bonds*, au început să fie emise de corporații și municipalități la începutul anilor '80. Spre exemplu, corporația Coca-Cola Enterprises are o emisiune de obligațiuni cu cupon zero cu scadența 20 iunie 2020, care a fost emisă pe 9 mai 1995. Deși trezoreria americană nu emite asemenea titluri cu scadență mai mare de un an, astfel de instrumente sunt create de către dealerii de instrumente guvernamentale. Merrill Lynch au fost primii care să facă acest lucru prin crearea Treasury Investment Growth Receipts (TIGRs) în august 1982. Cele mai populare instrumente de trezorerie cu cupon zero din zilele noastre sunt cele create de dealerii de instrumente guvernamentale în cadrul programului Treasury Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities (STRIPS); acestea sunt denumite în general *treasury strips*. Aceste obligațiuni sunt de obicei emise *sub pari*. Există și unele obligațiuni cu cupon zero care se emit *ad pari*, și care acumulează dobândă pe perioada de viață a obligațiunii, dobândă care este plătită la scadență împreună cu principalul.

Un alt tip de obligațiuni emise de guverne și corporații sunt cele indexate la inflație – *inflation-indexed bonds*, al căror cupon este legat de indicele inflației. Aceste titluri sunt gândite pentru a proteja deținătorul de deteriorarea puterii de cumpărare a cupoanelor nominale fixe generate de inflație. Cuponul acestor titluri crește în timp, în funcție de inflație; ele mai sunt numite și *step-up notes* din acest motiv. Alternativ, există titluri cu rata cuponului ce poate doar descrește, nu și crește. Spre exemplu, în 1998

Tennessee Valley Authority a emis *putable automatic rate reset securities* – PARRS – cu scadența de 30 de ani și cupon de 6,75%, cunoscute și sub numele de *ratchet bonds*. După cinci ani de la emisiune, și anual din acest moment, cuponul este automat resetat fie la valoarea titlurilor de trezorerie americane cu scadența de 30 de ani plus 94 de bp (basis points), fie la valoarea de 6.75%, oricare este mai mică. Cuponul poate scădea în cazul în care randamentul titlurilor de trezorerie scade, dar nu poate crește, fiind limitat la valoarea inițială de 6,75%. Această obligațiune conținea și o opțiune *put* astfel încât, dacă cuponul scade, obligațiunea poate fi vândută *ad pari*. Acest tip de obligațiuni au fost create ca substitute pentru *callable bonds*.

Spre deosebire de cele cu rată fixă a cuponului, termenul de *floating-rate security* (instrumente cu rată fluctuantă) sau *floaters* acoperă mai multe tipuri diferite de titluri ce au în comun faptul că rata cuponului variază pe perioada de viață a instrumentului. Rata cuponului se resetează la date prestabilite în baza valorii unei rate de referință, ajustată pentru un spread – LIBOR plus 12 puncte. În general, cuponul acestui tip de instrumente se resetează mai des de o dată pe an (semianual, trimestrial, lunar). Spre deosebire de acestea există instrumente al căror cupon nu se resetează mai des de un an – *adjustable-rate* sau *variable-rate securities*.

Instrumentele cu rată fluctuantă prezintă mai multe trăsături ce merită menționate. Un astfel de instrument poate avea o restricție asupra cuponului maxim/minim ce poate fi plătit, denumită *cap/floor*. În timp ce rata de referință pentru majoritatea acestor titluri este o dobândă de referință sau un indice al dobânzilor, în formula cupoanelor poate fi întâlnită o varietate foarte mare de rate de referință. Cuponul poate fi indexat la schimbările ratelor de schimb valutar, la prețul unor mărfuri (ex: petrol), la schimbările unor indici ai acțiunilor (ex: S&P 500) sau obligațiunilor (ex: Merrill Lynch Corporate Bond Index). Dacă la majoritatea titlurilor de acest fel cuponul se modifică în sensul evoluției ratei de referință, există și unele instrumente la care cuponul se modifică invers față de rata de referință. Acestea sunt denumite *inverse* sau *reverse floaters*. În cele din urmă, *range notes* se referă la acele titluri ale căror cupon este egal cu rata de referință (ajustată la un spread) atâta timp cât rata de referință se menține într-un anumit interval la data de resetare. Dacă această rată este înafara intervalului, cuponul aferent acelei perioade este zero.

Structurile din sectorul cu randament ridicat (*junk bonds*) al pieței de obligațiuni corporative au introdus noi variante de plată a cupoanelor. Spre

exemplu, la o achiziție sau recapitalizare finanțată prin obligațiuni cu randament mare, povara plății dobânzii ridicată impune constrângeri severe asupra fluxului de capital al corporației. Pentru a reduce această povară, firmele implicate în astfel de acțiuni (recapitalizare și LBO – *leveraged buy-out*) emit titluri cu cupon amânat care le permit să amâne plata dobânzii pe o perioadă cuprinsă între 3 și 7 ani. Sunt trei tipuri de astfel de structuri: *deferred-interest*, *step-up* și *payment-in-kind bonds*.

Un alt tip de obligațiune cu randament ridicat este și cel ce permite resetarea cuponului astfel încât instrumentul să se tranzacționeze la un preț predeterminat. Rata cuponului poate fi resetată anual ori numai o dată pe întreaga perioadă de viață. În general, rata cuponului va fi media ratelor propuse de două firme de investiții. Noua rată va reflecta nivelul dobânzilor la data resetării și spreadul de credit dorit de piață pentru acea emisiune la data resetării. Aceste titluri se numesc *extendible reset bonds*.

Unul din principalele motive pentru care finanțarea datoriei este atât de populară printre companii este faptul că dobânzile sunt deductibile. Ca rezultat, costul real după taxe al datoriei pentru o firmă cu profit este în general mult mai mic decât rata cuponului. Nivelul cuponului la orice obligațiune este în general apropiat de nivelul randamentelor emisiunilor din clasa sa la momentul când obligațiunea este vândută pentru prima dată către public. Unele obligațiuni sunt emise inițial la un preț substanțial inferior valorii nominale (*original-issue discount bonds*), iar cuponul lor este în mod intenționat plasat sub nivelul pieței. Totuși, firmele de obicei încearcă să poziționeze cuponul la un nivel care să genereze un preț al pieței apropiat de valoarea nominală. Acest obiectiv poate fi atins prin plasarea ratei cuponului în apropierea ratei pieței.

Pentru mulți investitori, cuponul reprezintă doar valoarea dobânzii pe care o vor primi anual. Totuși, cuponul mai are un alt impact major asupra interacțiunii investitorului cu obligațiunea. Dimensiunea acestuia influențează volatilitatea prețului obligațiunii. Cu cât cuponul este mai mare, cu atât mai puțin se va modifica prețul ca răspuns la o deplasare a ratelor dobânzilor din piață. Astfel, cuponul și scadența au efecte opuse asupra volatilității prețului obligațiunii.

Principalul, sau valoarea nominală a unei obligațiuni reprezintă suma de returnat investitorului fie la scadență, fie la acele momente în timp când obligațiunea este cumpărată ori retrasă conform unui program de rambursare. Dar principalul joacă și el un rol adițional: este baza de calcul pentru cupon.

Prevederi de cumpărare sau refinanțare

Dacă prospectul unei obligațiuni conține o prevedere de retragere/ cumpărare – *call provision*, atunci emitentul își rezervă dreptul, total sau parțial, de a retrage datoria înaintea scadenței prevăzute. Principalul beneficiu al unei astfel de trăsături este acela că îi permite împrumutătorului, în cazul în care ratele din piață scad, să înlocuiască emisiunea de obligațiuni cu una cu cost de dobândă mai mic. Caracteristica de răscumpărare a adus plus valoare pentru municipalități și pentru companii. Posibilitatea răscumpărării aduce un beneficiu adițional corporațiilor care doresc să folosească cantități mari de lichiditate neașteptate pentru a retrage obligațiuni ori pentru a-și restructura balanța.

Această prevedere este în detrimentul investitorilor, care riscă să piardă o obligațiune cu un cupon mare atunci când dobânzile încep să scadă. Când firma își retrage emisiunea, investitorul trebuie să găsească alte debușee, care vor avea randamente mai scăzute. O altă problemă pentru investitor este faptul că perspectiva unei rechemări a emisiunii limitează aprecierea prețului unei obligațiuni atunci când dobânzile scad.

Întrucât această prevedere este benefică emitentului și în detrimentul investitorului, acest tip de obligațiuni au un randament mai ridicat decât cel al obligațiunilor ce nu pot fi retrase înainte de scadență. Diferența dintre randamente este probabil să crească atunci când investitorii cred că ratele din piață sunt pe cale să cadă, și că împrumutătorul ar putea fi tentat să înlocuiască o datorie cu un cupon ridicat cu una cu un cupon mai scăzut (refinanțare – *refunding*). Totuși, doar randamentul mai ridicat nu este de obicei o compensație suficientă pentru investitor pentru a-i acorda emitentului dreptul de răscumpărare. Astfel, prețul la care obligațiunea poate fi răscumpărată (*call price*) este de obicei mai mare decât principalul sau valoarea nominală a emisiunii. Diferența dintre principal și prețul de răscumpărare este prima de răscumpărare – *call premium*, a cărei valoare poate ajunge până la valoarea dobânzii pe un an în primii ani ai obligațiunii, și după aceea poate să scadă sistematic.

O limitare importantă a dreptului de retragere a emitentului o reprezintă perioada de protecție împotriva retragerii – *period of call protection* sau *deferment period*, care este un număr specificat de ani la începutul perioadei de viață a obligațiunii, timp în care emisiunea nu poate fi retrasă. Această protecție este o concesiune făcută investitorilor, și se prezintă sub două forme. Unele obligațiuni sunt *noncallable* (NC) din orice motiv în perioada de grație; altele sunt *nonrefundable* (NF) pentru acea perioadă de timp.

Diferența rezidă în faptul că cele NF pot fi retrase dacă fondurile folosite pentru răscumpărare sunt obținute din surse interne, precum fluxurile de capital din operațiuni, ori vânzarea de proprietăți sau echipamente, sau din finanțare dar nu de datorie, precum vânzarea de acțiuni comune. Emisiunile ce nu pot fi retrase pe toată durata lor de viață (*non-callable-for-life*) se mai numesc și *bullet bonds*. Dacă o obligațiune nu are niciun fel de protecție împotriva retragerii ei premature este denumită *currently callable*.

De la mijlocul anilor '90, un număr din ce în ce mai mare de emisiuni de datorie publică includeau o prevedere așa-numită *make-whole provision*. Spre deosebire de prevederea *call* standard ce conține un preț fixat printr-un program, prețul *make-whole* variază invers proporțional cu nivelul ratelor de dobândă. Acesta este de obicei suma valorilor prezente ale cupoanelor rămase și a principalului scontat cu rata unui titlu de trezorerie cu aceeași perioadă până la scadență ca cea a obligațiunii, plus un spread.

În cazul titlurilor municipale, refinanțarea se referă de obicei la un proces diferit, deși conceptul din spatele său rămâne același. Obligațiunile municipale pot fi prerenanțate (*prerefunded*) înainte de scadență (de obicei la o dată prestabilită). Aici, în loc de a emite noi obligațiuni pentru a retrage datoria, municipalitatea va emite obligațiuni și va folosi sumele încasate pentru a cumpăra destule titluri „fără risc” – risk free securities – pentru a finanța toate fluxurile de capital ale emisiunii existente. Aceste titluri sunt plasate într-un *trust fund* irevocabil. Astfel, municipalitatea va avea două emisiuni neacoperite, dar vechile obligațiuni primesc o nouă etichetă – sunt prerenanțate. Dacă titluri de trezorerie sunt folosite pentru prerenanțarea datoriei, fluxurile de capital ale obligațiunii sunt garantate de obligațiile trezoreriei din *trust fund*. Astfel acestea primesc rating AAA și se tranzacționează la un preț mai ridicat. Municipalitățile consideră aceasta o modalitate foarte eficientă de a-și reduce costul datoriei.

Prevederi Sinking-fund

Sinking-fund provisions, caracteristice pentru emisiunile publice și private de obligațiuni industriale și întâlnite și printre anumite clase de datorii din domeniul utilităților, presupun ca obligatarul să retragă o anumită cantitate din datoria rămasă în fiecare an. În general, această răscumpărare se poate face în două feluri. Firma poate cumpăra cantitatea de obligațiuni ce trebuie retrase direct din piață dacă prețul acestora este sub par, sau poate face plăți către împrumutătorul care gestionează emisiunea și care va rechema