Коммерсантъ
Тематическое приложение к газете «Коммерсантъ»
Вторник 5 апреля 2011 №58
kommersant.ru

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Как брокеры используют «индекс страха» 18 | Для чего инвестиционные банки скрещивают депозиты и опционы 19 | Почему у биржи не бывает плохой погоды 20 |

УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ
ООО «Уралсиб Кэпитал»
ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ПАРТНЕР ВЫПУСКА
Реклама

Российский срочный рынок успешно справился с испытанием финансовым кризисом. При этом темпы его роста остаются внушительными. Но российские биржи по-прежнему отстают от западных площадок, а российские компании и банки предпочитают торговать за рубежом. Поднять интерес к рынку, по мнению российских банкиров, поможет ликвидационный неттинг.

Срочно требуется неттинг

закон

Острый финансовый кризис осени 2008 года российские срочные площадки пережили относительно безболезненно. Конечно, резко снизились объемы торгов, а некоторые игроки покинули рынок, однако биржи остались работоспособными. В настоящее время объемы торгов на срочном рынке уже перекрывают предкризисные показатели. Лидером остается биржа РТС, объем операций с производными инструментами на которой в 2010 году превысил 29,35 трлн руб. (рост за год в два раза). Группа ММВБ с большим отрывом занимает второе место — объем торгов на ней составил 1,5 трлн руб. (рост в два раза). При этом российские биржи любят щеголять цифрами. Так, биржа РТС «вошла в десятку крупнейших мировых срочных бирж, опережая многие именитые биржи» по объему контрактов. По поставочным фьючерсам на пшеницу в 2010 году НТБ (входит в группу ММВБ) опередила лондонскую LIFFE по «обороту рынка фьючерсов на пшеницу в контрактах более чем на 10%». О размерности контрактов биржи скромно умалчивают. Между тем размер контракта на нефть Brent на бирже РТС составляет 10 баррелей, что в 100 раз меньше размера контракта на NYMEX и IPE. Аналогичные соотношения и по валюте, и по драгоценным металлам. В прошлом году на НТБ торговались в основном контракты на пшеницу объемом 5 тонн, тогда как на LIFFE объем одного контракта составляет 100 тонн. При этом для LIFFE торговля пшеницей не является приоритетной. На американской KCBT размер контракта составляет 5 тыс. бушелей (135 тонн), а ежедневные объемы торгов исчисляются тысячами контрактов.

Впрочем, все это относится к издержкам становления рынка. Тем более что биржи пытаются расширить свои возможности, предлагая клиентам новые контракты, в том числе и поставочные. Однако биржи по-прежнему остаются во власти небольших финансовых спекулянтов.

Для того чтобы догнать западные биржи, у них надо забрать российских клиентов ФОТО AFP PHOTO

По данным РТС, ведущие позиции на торгах срочными контрактами занимают компании с развитым интернет-брокеридж ем — «Ай Ти Инвест — Проспект», БКС, «Открытие», «Церих Кэпитал Менеджмент», «Алор». Банков, за редким исключением (Альфа-банк, ВТБ 24, Металлинвестбанк), почти нет, тем более «дочек» банков-нерезидентов. Конечно, это не означает, что иностранные участники полностью игнорируют российский рынок. Однако их участие ограничивается наиболее ликвидным инструментом — индексом РТС, причем его доля выросла с 70,5% в 2009 году до 74,5% в 2010 году. Но есть сильные конкуренты. Опционами на российские акции активно торгует лондонская EDX, фьючерсами на рубль — чикагская CBOT.

Вместе с тем интерес к инструментам срочного рынка среди клиентов российских банков уверенно растет. Как отмечает заместитель начальника валютно-финансового управления HSBC в России Андрей Переслегин, «в последние годы наблюдается рост использования деривативных инструментов российским корпоративным сектором». Роман Сульжик из управления валютно-денежных операций Дойче-банка в России и СНГ говорит: «Большинство экспортеров сейчас продает валютную выручку на текущем рынке, но мы видим, что все больше и больше компаний заключает контракты на продажу валюты на будущее, на срок до года». Андрей Переслегин добавляет, что инструментами хеджирования пользуются и компании второго эшелона.

В основном используются инструменты внебиржевого рынка либо западных бирж. Это могут быть поставочные и непоставочные форварды, валютные и процентные опционы различных видов, процентные и кросс-валютные свопы и иные структурированные продукты. При этом участники рынка (см. интервью) обращают внимание на то, что торговля на зарубежных площадках имеет свою специфику. В частности, прозрачность ее ниже, чем на российских биржах. Этим профессиональные участники рынка и объясняют свой повышенный интерес к торговле за рубежом. Российские биржи по своему статусу ориентированы на максимальную открытость и прозрачность рынка. Вместе с тем, как отмечает директор департамента срочного рынка РТС Евгений Сердюков, биржевая технология позволяет проводить сделки в режиме анонимного двойного встречного аукциона и в адресном (переговорном) режиме. В первом случае это позволяет выставлять «на всеобщее обозрение» предложенный объем по частям. Адресные же сделки могут проводиться между брокерскими компаниями без трансляции этих объемов спроса и предложения в биржевой «стакан». Эти инструменты позволяют проводить сделки любого объема, не влияя на котировки.

Ситуация со срочными товарными контрактами гораздо тяжелее. Их доля в общем объеме биржевых торгов мизерна: в 2010 году на РТС она не превысила 2%, на ММВБ осталась меньше 3%. При этом большая часть товарных инструментов на РТС ориентирована на зарубежные базовые активы — нефть Brent (IPE), сахар-сырец (IPE), пшеницу (CBOT), медь (LME), драгметаллы (London Gold Market Fixing). При наличии возможности торговать за рубежом российским участникам нет необходимости торговать на российском рынке. Тем более что многие контракты номинированы в долларах, хотя и рассчитываются в рублях. Конечно, это требование законодательства. Но участники торгов несут валютные риски, которые также надо хеджировать. Для снятия этого противоречия биржа РТС внедрила сервис RTS-Money, с помощью которого иностранные и российские трейдеры могут проводить конвертацию рублей в иностранную валюту и обратно. Однако пока это не повысило интереса к торговле. Другие биржи развивают этот сегмент рынка во взаимодействии с российскими производителями. Но и НТБ, и СПМТСБ, и СПБ пока не могут похвастаться заметными объемами торгов.

Впрочем, оживление российского срочного рынка зависит не только от бирж. Ему требуется и законодательное обеспечение. Участники рынка отмечают необходимость принятия закона о ликвидационном неттинге. По словам Романа Сульжика, проблема для российских компаний в том, что, предоставляя им срочные контракты, банки-контрагенты получают большой кредитный риск, хеджирование которого стоит недешево. На Западе снизить риск сумели с помощью проведения ежедневных расчетов сторонами сделки по переоценке контракта. Каждый день при переоценке портфеля происходит движение средств в крупнейших банках. В результате кредитный риск из системы убирается. В России в случае банкротства депозит, который был оставлен в обеспечение, им уже не будет считаться. Его придется вернуть и встать в очередь вместе со всеми остальными кредиторами.

С появлением закона первыми положительный эффект почувствуют российские банки второго-третьего эшелонов, поскольку они смогут торговать с иностранными банками. Доступ на рынок получат и компании второго эшелона, которым из-за высокого кредитного риска дорога туда была закрыта. Как отмечает Роман Сульжик, сейчас из-за отсутствия неттинга торги рублевыми контрактами сосредоточены на CBOT. В результате риск эмитента держит Чикагская биржа по американскому законодательству. «Закон очень важен, чтобы перевести торговлю российских участников на российский рынок»,— резюмировал эксперт.

Дмитрий Ладыгин

«Недисциплинированный подход к стратегиям приносит большие потери»

интервью

Российский срочный рынок стремительно преодолевает последствия 2008 года, объемы торгов срочными инструментами уже превышают докризисные значения. Вместе с тем отсутствие гибких финансовых инструментов и излишняя прозрачность рынка, слабое законодательное обеспечение и одновременно зарегулированность рынка приводят к тому, что российские участники предпочитают торговать срочными инструментами на Западе. Об особенностях зарубежного и проблемах российского срочного рынка рассуждает начальник управления по работе с деривативами «Уралсиб Кэпитал» ВЛАДИМИР СОЦКОВ в беседе с обозревателем „Ъ“ ДМИТРИЕМ ЛАДЫГИНЫМ.

ДЕНИС ВАШЧЕНКО/Ъ

Биржевой ренессанс

— Насколько сейчас развит российский рынок производных инструментов? В каком состоянии он находится по сравнению с тем, что было до кризиса 2007–2008 годов?

— Сейчас мы всего лишь возвращаемся к докризисным значениям. Но если посмотреть на торговлю срочными инструментами на FORTS, то рынок восстановился. А объемы торгов фьючерсом на индекс РТС уже превзошли докризисные значения. Если до кризиса они составляли $1,0–1,5 млрд в день, то сейчас — $2,0—2,5 млрд.

Но FORTS никогда не был центральной площадкой для деривативов на российские акции и индексы. Более высокая активность всегда была в Лондоне. До кризиса сделки в основном заключались на внебиржевом рынке (OTC) и немного на EDX. Эта секция срочного рынка LSE начала работать в середине 2000-х годов, и до кризиса на нее проходилось 10–15% всего объема срочных сделок. В кризис резко поменялось отношение к кредитному риску. И в такой ситуации услуги EDX оказались востребованы. Сейчас около 90% всех сделок со срочными инструментами, которые заключаются в Лондоне, проходит через EDX.

Сейчас объемы торгов по опционам на EDX и FORTS сравнимы: ежемесячно они составляют $4–5 млрд. Но 95% этого объема на FORTS приходится на опционы на фьючерс РТС. Вместе с тем торги фьючерсами на EDX неликвидные — те, кто хочет торговать акциями, торгуют ими на спот-рынке. Основной же объем торгов на EDX приходится на производные инструменты на три акции — «Газпрома», «Роснефти», ЛУКОЙЛа. При этом общее число акций, на которые можно делать опционы, на EDX больше — около 25. Но с другими акциями объем срочных сделок несравнимо мал. Кроме того, на EDX существует еще индекс RIOB, рассчитываемый FTSE на основе котировок депозитарных расписок. На него тоже существуют опционы, но объем торгов ими также небольшой.

Разница в предпочтении инвесторами срочных инструментов в России и в Лондоне легко объясняется. В состав индекса RIOB входят депозитарные расписки 15 эмитентов. Подавляющее большинство из них — бумаги нефтяных компаний. Но в отличие от российского индекса, в RIOB ограничений на максимальную долю одной ценной бумаги в индексе нет, и в результате около 75% индекса приходится на «Газпром», «Роснефть» и ЛУКОЙЛ. Остальные эмитенты, в частности ВТБ, металлургические компании, занимают малую долю. Индекс РТС более диверсифицирован. В его состав входит и нефтянка, но доля ее меньше, чем в RIOB, и Сбербанк, который занимает 15% индекса. Российский индекс в большей степени отражает российский рынок. Поэтому из индексов игроки, конечно, предпочитают индекс РТС.

Но существуют и другие индексы на российские ценные бумаги, хотя они и не пользуются такой популярностью, как индекс РТС. Например, индекс RDX рассчитывается Венской биржей. В его состав входят 15 ценных бумага российских эмитентов. Этот индекс является основой большого числа структурных продуктов, выпущенных западными банками. Но из-за того, что нет биржи, которая может предоставлять возможности расчетов, сделки заключаются на внебиржевом рынке, Поэтому трудно оценить объем сделок с этим индексом.

— Сейчас ситуация на фондовых рынках более стабильная, чем два года назад. Не заметно ли обратной тенденции — ухода торговой активности на внебиржевой рынок?

— Нет, такой тенденции нет. На западных рынках уже сформировалась устойчивая тенденция перевода расчетов если не на биржу, то на центральный клиринг, на центрального контрагента. Это не означает, что OTC исчезнет. Внебиржевой рынок сохранится, ведь именно на нем формируются все новации.

— К тому же и торговать на OTC дешевле, чем на бирже...

— Да, особенно для профучастников. У любой биржи, у любой торговой системы существуют комиссии, и они не такие уж маленькие. В случае внебиржевого рынка мы также не отвлекаем ликвидность на обеспечение. Но для клиентов это снижение стоимости сделки менее заметно.

Но не всегда экономия оправданна. И рынок, понимая это, использует институт центрального контрагента. В этом случае не обязательно заключать сделки на бирже. Например, EDX называется биржей, но это скорее клиринговая площадка. Биржа — это площадка, которая дает прозрачность ценообразования, торговой активности. Но EDX не публикует объемов открытых позиций ни по одному из контрактов, не публикует и ежедневные объемы торгов, только за месяц. По сути, никакого ценообразования на ней не происходит. Есть пять контрактов, по которым существуют маркет-мейкеры, но даже в этих контрактах спрэды очень широкие. EDX — это клиринговая платформа, позволяющая всем участникам, как из России, так и на Западе, работать на срочном рынке, не боясь кредитного риска.

(Окончание на стр. 20)

Страховка про запас

фонды

На отсутствие возможности использовать инструменты срочного рынка для защиты активов открытых паевых фондов эксперты сетовали во время кризиса. Но появившуюся почти год назад такую возможность управляющие компании до сих пор фактически не используют. Любая страховка от падения рынка снижает доходность фонда в сравнении с остальными игроками, особенно на растущем рынке. А повторения глубокого падения на российском фондовом рынке мало кто ждет.

Срочный не значит быстрый

Возможность включать в состав активов паевых инвестиционных фондов (ПИФов) срочные инструменты у управляющих компаний появилась десять лет назад. Однако пользовались они такой возможностью крайне редко. Дело в том, что в первоначальной редакции закона «Об инвестиционных фондах», действующей до 2007 года, было прописано, что управляющие могли использовать инструменты срочного рынка «в целях хеджирования», причем такие инструменты не должны занимать более 10% всех активов ПИФа. Четкого понимания, как установить, что сделка совершена в целях хеджирования, не было ни у самих управляющих, ни у специализированных депозитариев, которые следят за соблюдением законодательства при управлении активами ПИФов. «Основная проблема при использовании срочных инструментов заключалась в том, что управляющий должен был доказать, что такой инструмент был приобретен в состав активов только для защиты от падения рынка. При этом доказать это очень сложно»,— говорит директор по развитию бизнеса «Альянс РОСНО Управление активами» Игорь Рябов. Иными словами, в отсутствие нормативной базы никто не понимал, что регулятор воспримет как сделку для целей хеджирования, а что — как спекуляцию.

В 2007 году в закон были внесены поправки, которые более четко прописывали возможность управляющих компаний инвестировать часть активов инвестиционных фондов в производные финансовые инструменты. Однако все подробности такого инвестирования должны были определяться Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР). С одной стороны, эти поправки позволяли надеяться на расширение возможностей управляющих компаний. С другой стороны, лишали их возможностей использования старой схемы. К тому же на принятие необходимых подзаконных актов ушло почти три года. Пробел в законодательстве привел к тому, что управляющие могли использовать срочные инструменты без опасения санкций со стороны регулятора лишь в хедж-фондах, которые предназначены только для квалифицированных инвесторов, или в стратегиях индивидуального доверительного управления. В конце 2009 года был утвержден приказ ФСФР «Об утверждении Положения о снижении (ограничении) рисков, связанных с доверительным управлением активами инвестиционных фондов, размещением средств пенсионных резервов, инвестированием средств пенсионных накоплений и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих». Но пункты, касающиеся использования срочных инструментов в открытых паевых фондах и при размещении резервов пенсионных фондов, вступали в действие лишь с 1 июля 2010 года.

При этом основной подход ФСФР к срочным инструментам не изменился. Они могут быть включены в состав активов открытых ПИФов только с целью защиты активов от уменьшения их рыночной стоимости. Одновременно производные инструменты нельзя использовать с повышением риска инвестиций, в том числе в целях получения большей доходности. В положении был применен подход полного покрытия чистой позиции, открытой по срочным контрактам и операциям репо, то есть управляющая компания может совершать срочные сделки и сделки репо только на то количество ценных бумаг, каким располагает в момент заключения сделки. За тем, соблюдает ли компания эти требования, следит специализированный депозитарий. Расчет величины открытых позиций по срочным контрактам проводят биржи, на которых заключены эти контракты.

Управляющие компании особенно остро почувствовали отсутствие возможности использования срочных инструментов во время последнего кризиса. В 2008 году средняя доходность открытых ПИФов составила –45,2% годовых, то есть средняя стоимость пая упала почти в два раза. И эти последствия ощущаются до сих пор. По данным Национальной лиги управляющих, 122 из 362 открытых ПИФов показали отрицательную доходность за последние три года (с начала 2008 года).

Осенью 2008 года основным видом страховки от падения рынка было перераспределение вложений в пользу более консервативных инструментов. Но такой способ не мог гарантировать защиту вложений по нескольким причинам. Во-первых, кризис затронул не только рынок акций, но и рынок облигаций. По итогам 2008 года индекс корпоративных облигаций IFX-Cbonds снизился на 7,2%. Кроме того, эмитенты, испытывавшие значительные сложности с финансированием, не могли расплачиваться по долгам. По данным Rusbonds, в 2008–2009 годах дефолты, в том числе технические, были допущены по 412 выпускам облигаций. Далеко не все управляющие компании имели возможность быстро перевести ценные бумаги в денежные средства. Особенно проблематично это было сделать крупным фондам. Кроме того, нормативные требования ограничивают открытые ПИФы необходимостью держать около 70% средств в финансовых инструментах. Поэтому у них нет возможности долго пережидать негативную конъюнктуру в деньгах.

Фьючерс — в жизнь

Несмотря на то что окончательно нормативная база по срочным инструментам в составе ПИФов была сформулирована еще в прошлом году, управляющие не торопились совершать сделки. Первой управляющей компанией, включившей в состав активов срочные инструменты по новым правилам, стала «Тройка Диалог». В марте она провела первую сделку с использованием инструментов срочного рынка FORTS в рамках стратегии управления портфелем открытого ПИФа акций «Добрыня Никитич», являющегося одним из крупнейших на российском рынке коллективных инвестиций. «Первая сделка носила пробный характер: на небольшую сумму мы продали фьючерс на индекс РТС, а через некоторое время закрыли эту позицию. Сделка помогла нам удостовериться, что механизм работает, никаких сложностей со спецдепозитарием не возникло»,— говорит управляющий директор «Тройки Диалог» Олег Ларичев.

(Окончание на стр. 18)

финансовые инструменты

УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ
ООО «Уралсиб Кэпитал»
ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ПАРТНЕР ВЫПУСКА
Реклама

Биржам не хватает природных ресурсов

теория

Россия является одним из крупнейших в мире производителей нефти и газа, цветных и драгоценных металлов, зерна и древесины. Но крупнейшие отечественные производители и потребители товаров ориентируются на мировые цены и предпочитают торговать на зарубежных площадках. Российские биржи используют любые возможности, в том числе административные, чтобы вернуть их обратно.

Товары уходят на Запад

Первый опыт построения биржевой торговли в реформируемой России был быстротечным. В 90-х годах прошлого века многочисленные российские товарные биржи торговали всем чем угодно: нефтью и металлом, автомобилями и сейфами, одеждой и земельными участками. «В те годы профучастники имели две-три сотни лицензий на осуществление товарной биржевой деятельности»,— вспоминает вице-президент Санкт-Петербургской международной товарно-сырьевой биржи Михаил Темниченко. Но постепенно хозяйственная жизнь в стране налаживалась, и существовавшая система биржевой торговли товаров оказалась не нужна. Одни биржи преобразовались в торговые дома, другие — тихо умерли.

По данным Федеральной службы по финансовым рынкам, на сегодняшний день в России существует 28 товарных бирж. Вместе с тем, по оценке участников рынка, из них реально работает не более десятка. Причем бирж, осуществляющих торговлю срочными контрактами на товары, еще меньше — РТС, Национальная товарная биржа (НТБ), биржа «Санкт-Петербург» и Санкт-Петербургская международная товарно-сырьевая биржа (СПбМТСБ). Впрочем, предложения этих торговых площадок пока не блещут разнообразием. На бирже «Санкт-Петербург» торгуется расчетный фьючерсный контракт, а на СПбМТСБ — поставочные фьючерсные контракты на летнее дизельное топливо. НТБ предлагает своим клиентам поставочные фьючерсы на пшеницу, рис и рисовую крупу. Наиболее широкую линейку срочных продуктов имеет РТС — это и расчетные фьючерсы на нефть Brent и Urals, на дизельное топливо, расчетные контракты на медь, золото, палладий, платину, а также поставочный фьючерс на сахар и расчетные на сахар-сырец и пшеницу.

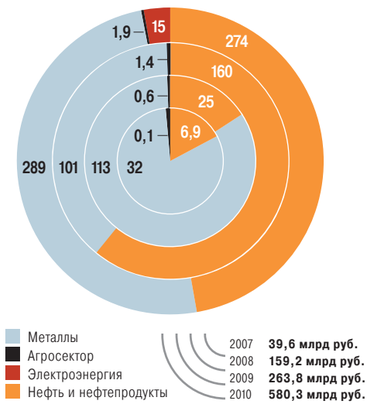
Эксперты указывают на уверенные темпы роста российского срочного рынка. Так, в 2008 году суммарный объем торгов с товарными контрактами на РТС составлял 158 млрд руб., а уже в 2009 году он вырос на 65%, до 262 млрд руб. В прошлом году объем торгов вырос более чем в два раза и составил 563 млрд руб. За неполные три месяца текущего года объем торгов превысил 225 млрд руб. Однако эти показатели существенно проигрывают показателям западных бирж. Общая торговая стоимость сделок на LME составила $11,6 трлн в 2010 году, на 56% превысив показатель 2009 года ($7,4 трлн), хотя по сравнению с 2008 годом рост составил всего 13% ($10,2 трлн).

По словам директора департамента срочного рынка РТС Евгения Сердюкова, в настоящее время в торгах срочными контрактами принимают участие представители финансового сектора, банки и инвестиционные компании, компании промышленного и агросектора, а также частные инвесторы. «Поставочные фьючерсы в любом случае берут как реальные продавцы/покупатели товара (хеджеры), так и спекулянты, предоставляющие дополнительную ликвидность рынку»,— отмечает главный специалист отдела инвестиционного консультирования БД «Открытие» Константин Бушуев. Вместе с тем, по мнению руководителя управления операций на глобальных товарно-сырьевых рынках «ВТБ Капитала» Сергея Тимоховича, на российском срочном рынке сейчас работают «в основном небольшие инвесторы, которые пытаются что-то заработать, используя либо спекулятивную стратегию, либо пытаясь проводить арбитражные операции на российском и международных рынках».

Представители промышленности и брокерские компании предпочитают работать на зарубежных площадках. «Для очень многих участников рынка зарубежный товарный рынок является альтернативой российскому, поскольку западный товарный рынок для России, как страны экспортера, в настоящее время главный индикатор ценообразования»,— сожалеет ведущий специалист по биржевым товарным рынкам «Алор Инвест» Алексей Уланов. «Производители товаров все еще мало и неактивно участвуют в российском срочном рынке, чего не скажешь об их высокой активности на зарубежных товарных площадках. К примеру, „Норильский никель“ довольно активный участник на LME»,— отмечает Константин Бушуев. Отечественные компании, работающие на российском рынке, также зачастую используют западные механизмы для хеджирования рисков в России. Как поясняет Сергей Тимохович, «связано это с механизмом ценообразования многих российских продуктов товарно-сырьевого сегмента, которые хоть и торгуются в России, прямо или косвенно привязаны к международным биржевым и внебиржевым площадкам». Наиболее ярко это заметно на рынке нефти (цена российской Urals привязана в значительной степени к цене североморской Brent), драгоценных металлов (ЦБ выставляет свои котировки на основе лондонского фиксинга), цветных металлов (компании ориентируются на цены LME). «Сейчас крупные производители и потребители товаров только начинают снова работать на бирже,— объясняет Михаил Темниченко.— При этом финансовые институты предпочитают торговать фьючерсами на акции или индексы, а не товарными контрактами».

Российский товарный рынок ограничен пока натуральным хозяйством ФОТО ИВАНА ШАПОВАЛОВА

КАК РАЗВИВАЛАСЬ БИРЖЕВАЯ ТОРГОВЛЯ СРОЧНЫМИ ТОВАРНЫМИ КОНТРАКТАМИ (МЛРД РУБ.) ИСТОЧНИК: РТС.



Административный ресурс

Основным недостатком российского срочного товарного рынка является его низкая ликвидность. Контракты с ближайшими сроками исполнения (один-три месяца) еще более или менее активно торгуются, но более длинные инструменты почти никто не покупает. «Открывая позиции на срочном товарном рынке, компании стремятся защитить свой реальный актив,— поясняет вице-президент отдела продаж производных финансовых инструментов „Ренессанс Капитала“ Ольга Данилова.— Но из-за низкой ликвидности на внутреннем рынке товарных деривативов существуют риски того, что в какой-то момент закрыть позицию будет невозможно». Конечно, и на западных биржах наиболее ликвидными являются контракты с ближайшим сроком исполнения. Однако нередко ликвидными остаются и контракты со сроком исполнения через год. «Используя линейку продуктов западных площадок, можно застраховать любые возможные риски компании, что пока еще находится в стадии развития на российском рынке»,— отмечает Ольга Данилова.

Да и сами размеры контрактов на западных биржах нередко на порядки превосходят объемы российских. Что является предпочтительным условием для крупного игрока. Так, среднедневной объем торгов ближайшего контракта на поставку нефти марки Brent на РТС с начала марта составил 36,4 тыс. контрактов. На IPE этот показатель в три раза больше и составляет около 100 тыс. контрактов. Несмотря на видимую близость показателей, стоит учитывать, что объем российского контракта составляет 10 баррелей североморской нефти, в то же время в Лондоне — 1000 баррелей, то есть в 100 раз больше. Таким образом, получается, что ликвидность на IPE в несколько сотен раз больше, чем на российском рынке. Поэтому большинство клиентов российских банков и инвестиционных компаний пользуется услугами более ликвидных западных площадок. «На западных рынках есть возможность заключать контракты на более выгодных условиях на крупные суммы, создавать на их основе сложные структурированные продукты. Присутствие глобальных игроков позволяет поддерживать высокую краткосрочную ликвидность портфелей»,— подчеркивает аналитик «Флеминг Фэмили энд Партнерс» Алевтина Воронова.

Низкая ликвидность рынка лишает интереса к нему крупных производителей и потребителей продукции, а заодно и финансовых посредников. При этом отсутствие этих категорий игроков не способствует повышению ликвидности рынка. Образуется замкнутый круг. Чтобы его разорвать, потребуется создание спотового рынка. «Опыт введения в обращение фьючерсных контрактов на зерно, сахар и другие продукты показывает, что без привязки контракта к цене базового актива и, как следствие, при отсутствии производителей и потребителей товара срочный рынок не развивается»,— отмечает Алексей Уланов. По словам Михаила Темниченко, если просто запустить фьючерсный контакт на продукт, у которого нет истории, а следовательно, нет возможности проанализировать этот инструмент, получится «черный ящик». «Поэтому мы шли от спотового рынка к срочному»,— подчеркивает эксперт. Однако в данном случае без вмешательства государства в процесс становления биржевой торговли не обошлось. В 2008 году было принято постановление правительства России «Об организации мероприятий по закупке и поставке нефти и нефтепродуктов через товарные биржи», которое и дало фактическое начало СПбМТСБ.

Но биржи не оставляют попытки и финансово заинтересовать производителей продуктов в торговле срочными инструментами. По мнению гендиректора НТБ Сергея Наумова, в настоящее время товарный рынок характеризуется нехваткой свободных денежных средств, несмотря на то что есть желание и необходимость страхования ценовых рисков с использованием фьючерсных контрактов. Данную задачу биржа предлагает решать за счет внедрения схемы кредитования участников торгов банками под залог зерна будущего урожая с использованием поставочных фьючерсов. «Внедрение такой схемы позволит решить проблему недостатка финансовых ресурсов у производителей и существенно снизит риски банков при их кредитовании»,— считает Сергей Наумов. Внедрение схемы на товарном рынке позволит расширить объемы кредитования реального сектора экономики. По словам Сергея Наумова, в настоящее время такая работа ведется с Россельхозбанком, а также со страховыми компаниями. Кроме того, в целях снижения затрат участников на гарантийное обеспечение планируется развитие системы управления рисками на рынке товарных фьючерсов.

Чтобы заинтересовать новых игроков и, таким образом, повысить общую ликвидность срочного товарного рынка, российские биржи планируют расширение линейки продуктов. В частности, к концу апреля НТБ совместно с Национальным союзом производителей молока планирует запустить торговлю контрактами на сухое молоко. На СПбМТСБ в середине года планируют запустить фьючерсы на бензин. Кроме того, на повестке дня — нефть, зерно и минеральные удобрения. «В итоге мы получим сбалансированную и широкую линейку продуктов, которая сможет замкнуть два очень больших сектора реальной экономики — добывающий сектор и сельское хозяйство, а также сектора, с ними связанные,— транспорт и энергетику»,— надеется Михаил Темниченко. Для повышения комфорта биржа собирается привлечь гарантированных поставщиков продукции, а также договориться с финансовыми маркет-мейкерами, которые создадут первоначальную ликвидность. Однако первые результаты этой деятельности проявятся не раньше следующего года.

Виталий Гайдаев

Как заработать на настроении

индекс

В конце прошлого года в России появился первый индекс волатильности. Теперь можно наглядно представить ожидания участников фондового рынка относительно колебаний российского рынка в ближайшем будущем. Чем выше индекс, тем больших изменений в котировках акций российских компаний ждут инвесторы. Сам по себе индекс является показателем настроения на фондовом рынке, но с появлением срочных контрактов на него инвесторы смогут не только застраховать свои активы от панических распродаж, но и заработать на них.

КАК МЕНЯЛИСЬ РОССИЙСКИЙ ИНДЕКСЫ В 2008–2011 ГОДАХ (ПУНКТЫ)

Репрезентативный расчет

Биржа РТС 7 декабря 2010 года начала рассчитывать первый российских индекс волатильности (RTSVX). Он рассчитывается исходя из цен опционных контрактов на индекс РТС. Индекс позволяет в цифрах оценить величину ожиданий участников фондового рынка по предстоящему изменению цен на активы. Чем большей волатильности фондового рынка ожидают инвесторы, тем выше цена опциона и, соответственно, значение индекса волатильности. То есть высокое значение индекса волатильности в определенный день будет говорить не о значительных колебаниях котировок в этот день, а о том, что инвесторы ожидают эти колебания в ближайшем будущем. Глава Федеральной службы по финансовым рынкам Владимир Миловидов также поддержал появление в России своего индекса волатильности. «Меня давно интересует индикатор, который покажет настроение на российском фондовом рынке»,— говорил он в конце прошлого года „Ъ“.

РТС пересчитала индекс волатильности с начала 2006 года. Согласно этим данным, максимальные значения индекс принимал в начале финансового кризиса в России, то есть в сентябре—декабре 2008 года. Пиковое значение пришлось на 21 ноября 2008 года — 200,5 пункта. «Если индекс волатильности опять достигнет 200, это точно кризис»,— пошутил на презентации индекса волатильности председатель правления РТС Роман Горюнов. Впрочем, по большому счету индекс волатильности не предсказывает кризис. Его пиковое значение на российском рынке было достигнуто тогда, когда «медведи», по сути, сделали свое дело — фондовые индексы были в четыре раза ниже августовских значений. Индекс волатильности называют нередко «индексом страха», однако инвесторы боятся того, что уже произошло. «Считается, что высокая волатильность характерна для падающих рынков или рынков с высоким риском»,— отмечает руководитель аналитической службы «Ай Ти Инвест — Проспект» Александр Потавин. И высокий риск рухнувшего российского рынка поддерживался отсутствием на нем долгосрочных инвесторов. За исключением разве что ВЭБа, который в последние месяцы 2008 года выкупал акции крупнейших российских корпораций. «Как показал кризис 2008 года, долгосрочные инвесторы предпочитают уходить с рынка при увеличении волатильности, в то же время для спекулянтов это возможность заработать»,— говорит начальник отдела развития «Алор+» Алексей Кирков. Сейчас индекс волатильности составляет немногим меньше 30 пунктов, что говорит о низких ожиданиях по изменению цен на акции в ближайшее время. При этом он уверенно снижался при общем подъеме российского рынка вне зависимости от скорости этого подъема.

За основу методики расчета российского индекса волатильности был взят расчет индекса VIX с некоторыми изменениями. Чикагский индекс рассчитывается на основе цен двух ближайших опционных контрактов на индекс S&P500 — например, сейчас он рассчитывается на основе опционов с исполнением в мае и июне. Российский же индекс основную часть времени рассчитывается на основе цен одного ближайшего опциона на индекс РТС. Учитывая специфику российского рынка опционов, биржа РТС применительно к индексу волатильности внесла изменения в методику расчета. Так, чтобы сделать индекс более репрезентативным перед исполнением ближайшего опциона, за 12 дней до экспирации в расчет индекса начинают постепенно вводить цены следующего опциона. К моменту исполнения ближайшего опциона практически все данные для расчета индекса волатильности относятся уже к следующему опциону. Кроме того, учитывая недостаточную ликвидность на опционном рынке, биржа разработала методику сглаживания цен опционов, выходящих за рамки рынка. Перед расчетом индекса по реальным ценам опционов строится кривая волатильности, которая сглаживает цены, затем, исходя из этой кривой, происходит пересчет цен опционов, используемых для индекса.

Показательный настрой

Участники фондового рынка называют появление в России своего индекса волатильности своевременным. «Объемы торгов деривативами на базе индекса рыночной волатильности CBOE VIX в последние кварталы возросли на несколько десятков процентов»,— говорит главный экономист УК «Финам Менеджмент» Александр Осин. Он объясняет этот рост тем, что рынок стал «очень чувствительным к изменениям информационного фона, к кратко- и среднесрочным оценкам рыночных рисков, которые отражаются в сравнительной динамике процентных ставок и на этой базе в котировках VIX».

Сам по себе индекс является только показателем, на который сейчас можно ориентироваться в принятии решения об инвестировании в целом в российские активы. При этом надо учитывать, что индекс волатильности не учитывает уровень доходности, которую можно получить при инвестировании в российские бумаги. «Помимо рисков на рынке есть еще и ожидаемая доходность, ее индексы волатильности не могут учитывать по своей природе. Так что инструмент интересный, но это не „машинка для делания денег“»,— предупреждает Александр Осин. «Непосредственно заработать на российском индексе волатильности можно будет при появлении фьючерса на него, а впоследствии и опциона»,— говорит Алексей Кирков. По его словам, в первую очередь в этом заинтересованы опционные трейдеры, которые получат возможность хеджировать риски изменения волатильности при построении стратегий.

По словам руководителя отдела торговых операций с опционами ИК «Тройка Диалог» Константина Бронштейна, на российском опционном рынке основная ликвидность сосредоточена на ближайшем опционе, и пока он не исполнен, ликвидность на следующем по сроку исполнению контракте небольшая. «На сегодняшний день корреляция индекса волатильности VIX с индексом волатильности РТС меньше 25% при необходимых 75–90%»,— оценивает он. Чтобы сократить это разрыв, говорит Константин Бронштейн, необходима хорошая ликвидность на опционах не только на ближайшей экспирации, но и на несколько экспираций вперед, причем не только на контракты по индексу РТС, но и на опционы на акции. По мнению Константина Бронштейна, пока этого не случится, остается возможность манипулировать индексом перед исполнением.

РТС планирует запустить фьючерс на индекс волатильности до конца года. В дальнейшем планируется и запуск опциона на этот фьючерс. «Возможность появления производных инструментов на российский индекс волатильности нами рассматривается. Однако это станет возможным, когда у участников рынка появится уверенность, что индекс может стать базовым активом производных инструментов и будут готовы маркет-мейкеры»,— говорит директор департамента срочного рынка РТС Евгений Сердюков.

Представители брокерских компаний уверены, что спрос на производные инструменты на индекс волатильности будет, хотя крупных сделок по таким инструментам с самого начала ждать не стоит. По словам Константина Бронштейна, фьючерсы на индексы волатильности за рубежом являются одним из главных инструментов хеджирования рисков, поскольку они представляет собой альтернативу прямому хеджированию позиций на определенный актив. «В России фьючерс на индекс волатильности будет интересен в первую очередь маркет-мейкерам, поскольку он дает возможность перекрывать риски, возникшие в результате клиентских сделок»,— поясняет он. Кроме того, интерес могут проявить небольшие игроки, а в дальнейшем и крупные фонды, так как уровень волатильности является хорошим показателем настроений на рынке. При этом не имеет значения, кого больше на рынке — пессимистов или оптимистов. По словам Александра Потавина, «инвестору будет не важно, куда пойдет рынок, главное — насколько сильным будет это движение».

По словам заместителя гендиректора по вопросам технологий БД «Открытие» Максима Позняка, срочные инструменты на новый индекс позволяют создавать сложные структурные продукты. «Сделок, наверное, будет достаточно много, но они будут небольшими, что, конечно, не даст настоящей ликвидности, но, безусловно, положительно повлияет на формирование имиджа этого инструмента»,— оценивает ближайшее будущее срочных контрактов на индекс Максим Позняк. По оценке Алексея Киркова, на сегодняшний день количество опционных трейдеров, способных самостоятельно хеджировать риски волатильности, может составлять несколько сотен человек.

Полина Смородская

ГДЕ СЧИТАЮТ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ

В мировой практике индекс волатильности (VIX) появился недавно. В 1994 году его впервые начала рассчитывать Chicago Board Option Exchange (CBOE). Однако первый опыт оказался неудачным. Методика расчета не позволяла корректно отражать настроение рынка. К тому же расчет проводился на основе опционных контрактов на индекс S&P100, в то время как более ликвидными были контракты на индекс S&P500. В результате в 2003 году CBOE изменила методику расчета индекса волатильности, в следующем году уже запустила на него фьючерс, а в 2006 году — и опцион на этот фьючерс.

В настоящее время индекс волатильности рассчитывается на всех биржах, где ликвидные опционные контракты на основной индекс. В США самыми известными из них являются индексы на основе таких фондовых индексов, как NASDAQ100, Russell 2000, Dow Jones Industrial Average. В Европе из индексов волатильности можно отметить BEL 20 Volatility, CAC 40 Volatility, а также New German VDAX Volatility Index. Но несмотря на множество индексов волатильности, самым популярным остается VIX. **Полина Смородская**

Страховка про запас

фонды

(Окончание. Начало на стр. 17)

По его словам, теперь компания планирует использовать срочные инструменты более активно. Правда, пока в «Тройке Диалог» на производные инструменты «будут составлять активы ПИФа „Добрыня Никитич“, который наиболее диверсифицирован, и „Тройка Диалог — Жизнь“, в котором используется стратегия активного управления акциями».

Другие управляющие пока не торопятся выходить на срочный рынок. «Интерес к срочным инструментам есть, но перед тем как приступить к их покупке в состав активов открытых ПИФов, требуется тщательно проработать все детали, модернизировать бэк-офис для корректного учета таких активов, понять, как их будет учитывать спецдепозитарий»,— говорит гендиректор управляющей компании «Альфа-капитал» Ирина Кривошеева. Она указывает, что на проработку этих деталей требуется время, «тем более что производные инструменты являются весьма специфичными и рискованными активами, а потому спешки при их использовании быть не должно».

Ограничивают управляющих и другие факторы. «Главный вопрос, который здесь возникает,— готовы ли пайщики жертвовать доходностью ради снижения рисков, притом что 80% денег, вложенных в российские открытые фонды, находится в фондах акций и смешанных фондах? Мы считаем, что нет»,— говорит гендиректор «Пионер Инвестмент Менеджмент» Елена Логинова. Она напоминает, что фактически большинство пайщиков российских фондов — это инвесторы в рискованные активы, которым нужна высокая доходность.

В свою очередь, управляющий директор УК БКС Владимир Солодухин указывает, что обмануть риск и обыграть рынок довольно тяжело, особенно на коротком отрезке. При этом инструменты срочного рынка, не отличающегося особой ликвидностью в России, преимущественно короткие — наиболее ликвидными являются трехмесячные срочные инструменты. «Это означает, что если управляющий считает, что в ближайшие шесть-девять месяцев в какой-то отрасли произойдут изменения, влекущие снижение котировок акций, ему тяжело будет найти инструмент для хеджирования»,— полагает Владимир Солодухин. Кроме того, добавляет он, защититься с помощью срочных инструментов можно лишь при локальном непродолжительном падении рынка. Пока риск неочевиден — опцион дешев, это происходит, когда предпосылок для падения нет. В этом случае управляющий просто отдает клиентские деньги, хоть и в небольшом объеме, за свой страх и будущее спокойствие. Однако как только рынок начинает очевидным образом клониться в сторону серьезной коррекции, стоимость опционов резко возрастает, потому что вторая сторона сделки также увеличивает оценку риска.

Исходя из отзывов управляющих о новой возможности, можно сделать вывод, что ПИФы, в состав активов которых входят инструменты срочного рынка, вряд ли получат широкое распространение в ближайшее время. По словам Владимира Солодухина, фьючерсы и опционы — это инструмент спекуляции, который не вполне укладывается в стратегию управления российскими ПИФами, которую можно определить как long only. Впрочем, управляющие поддерживают более широкий выбор инструментов. «Активное использование производных в розничных ПИФах — дело будущего,— уверена Елена Логинова.— Они станут более популярными, когда розничные инвесторы научатся оценивать фонды по таким критериям, как стиль управления, волатильность или риск-метрики».

Александр Мазунин

финансовые инструменты

УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ
ООО «Уралсиб Кэпитал»
ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ПАРТНЕР ВЫПУСКА
Реклама

Фондовые селекционеры

структурные продукты

Какой инструмент выбрать, если банковский депозит уже не приносит былого дохода, а игра на фондовом рынке может обернуться убытком? За рубежом в такой ситуации финансовые институты давно и успешно предлагают своим клиентам разнообразные структурные продукты. Они могут быть представлены в виде срочного вклада, облигации или инвестиционного фонда. Однако для российского рынка подобные инструменты пока остаются экзотикой. Почему так происходит, разбирался корреспондент „Ъ“ **Виталий Гайдаев**.

Неравные части

Снижение ставок по депозитам на российском рынке за последний год существенно уменьшило привлекательность этих инструментов. По данным Агентства страхования вкладов, средний уровень процентных ставок на 1 января 2011 года по рублевым годовым вкладам в размере до 100 тыс. руб. составил 5,6% годовых, для вкладов в размере до 700 тыс. руб.— 5,8%. За год снижение составило 3,3 и 3,2 процентных пункта соответственно. Таким образом, по итогам года средний процент по рублевым депозитам оказался существенно ниже уровня инфляции (ожидаемая в 2011 году инфляция — около 9%).

В таких условиях среди состоятельной части населения и корпораций, желающих повысить потенциальную доходность при невысоком риске, популярностью стали пользоваться так называемые структурированные, или структурные, продукты. Потенциальная доходность по ним существенно превышает доходность по обычным вкладам, однако и существует риск, что эта доходность не будет реализована. Но в большинстве случаев возврат вложенных средств по этим продуктам гарантирован. По оценке директора отдела структурных продуктов управления глобальных рынков «Тройки Диалог» Павла Бережного, с начала года объем рынка структурных продуктов вырос по сравнению с тем же периодом 2010 года на 30%. Впрочем, по словам вице-президента отдела продаж производных финансовых инструментов «Ренессанс Капитала» Ольги Даниловой, несмотря на растущий спрос со стороны клиентов на структурированные продукты, он остается ниже докризисных показателей.

Структурированный продукт представляет собой комплексный финансовый инструмент, в состав которого входит несколько простых базовых инструментов. Защита капитала достигается за счет того, что в структурированном продукте средства делятся на две неравные части. Основная часть (до 85–90% средств) инвестируется в инструменты с фиксированной доходностью — депозиты, облигации с высокими рейтингами, векселя. Эта часть средств как раз и гарантирует возврат вложения в полном объеме за счет купонного дохода или ставки по депозиту. Меньшая часть средств инвестируется в производные инструменты, чаще всего ими выступают опционы на какой-либо базовый актив. Этим активом могут быть как акции, так и индексы, товарные или валютные фьючерсы, инструменты денежного рынка, производные синтетические продукты. Опционная часть и обеспечивает инвестору инвестиционную прибыль в случае, если направление движения стоимости базового актива угадано верно (фьючерс на нефть, индекс или корзину ценных бумаг). Если базовый актив в дальнейшем изменится в цене не так, как предполагал инвестор, потери будут ограничены стоимостью опциона.

В зависимости от того, насколько инвестор готов рисковать, ему предлагают различные стратегии. Консерваторам эксперты рекомендуют воспользоваться инструментами с гарантированным возвратом капитала. Если инвестор угадал движение цен базового актива, он получает дополнительный доход. Но даже если инвестор ошибся, ему полностью возвращается инвестированная сумма. Но инвестор имеет возможность выбрать коэффициент участия, указывающий на долю от прироста стоимости актива, которую он получит. В случае падения стоимости актива на указанный коэффициент сокращаются и потери инвестора. «Чем выше коэффициент участия выбирает клиент, тем выше может быть доходность вложения, но тем меньше степень защиты капитала обеспечивает структурный продукт»,— отмечает вице-президент департамента структурных продуктов и торговых операций «ТКБ-Капитала» Михаил Морозов. Например, если был получен коэффициент участия в росте, равный 40%, то при росте стоимости базового актива на 20% прибыль составит 8%. Убыток при этом ограничен встроенной защитой капитала 100% от первоначальных инвестиций. Если же стремиться получить коэффициент участия в росте, равный 100%, то степень защиты не будет выше 75% от размера первоначальных инвестиций. Что означает, если рынок вырос на 50%, инвестор получает все 100% роста, в случае падения из-за неполной защиты капитала потери составят 25%.

Инвестор может рисковать и используя инструменты с частичной защитой капитала. Преимущество такого продукта заключается в том, что в этом случае можно зафиксировать доход, который инвестиционная компания выплачивает по итогам инвестирования. В зависимости от сложности продукта инвестиционные компания предлагают купон в размере 10–35%. Однако высокий купонный доход не гарантирует инвестору возврата всей суммы первоначальных инвестиций.

Рассмотрим случай, когда инвестор купил структурированный продукт с 30-процентной защитой от падения портфеля ценных бумаг и ставкой купона 22% годовых. Это означает, что при снижении котировки любой ценной бумаги в пределах 30% в течение срока действия продукта инвестор получит свои 100% вложенных средств плюс 22% купонных выплат. Столько же инвестор получит и в случае роста портфеля ценных бумаг выше первоначальной стоимости. Если любая из ценных бумаг опустится в цене в течение срока действия продукта больше, чем на 30%, то возвращенная сумма будет рассчитана исходя из стоимости ценой бумаги, показавшей наихудший результат по итогам действия продукта. Если на дату закрытия окажется, что наибольшее падение цены показала бумага, подешевевшая на 35%, то выплата инвестору составит 65% от первоначального взноса. Впрочем, выплаты 22% по купону сохранятся.

Игра по нотам

Первые структурные продукты появились в США еще в 1969 году. Однако настоящей популярностью они стали пользоваться в Европе и США только в конце прошлого века. При этом сегодня самыми крупными рынками структурированных продуктов являются рынки Германии и Швейцарии. В 2010 году их объем оценивался в €100 млрд и €120 млрд соответственно.

Основной целью любого структурного продукта является обеспечение максимально приемлемой и эффективной для инвестора формы актива или набора активов, которая в наибольшей степени позволяет реализовать его инвестиционную стратегию. «Процесс создания структурного продукта часто называется упаковкой, то есть простые инструменты, выбранные для определенного структурного продукта упаковываются вместе — объединяются в один новый сложный финансовый инструмент»,— отмечает начальник управления корпоративного финансирования Райффайзенбанка Никита Патрахин. При этом структурные продукты могут выпускаться в разнообразных оболочках — в виде облигаций, нот, векселей, депозитов, инвестиционных фондов.

Как правило, структурные продукты на российском рынке представлены в виде депозитов, облигаций или ценных бумаг иностранных эмитентов (нот). Наиболее популярными среди населения стали структурные продукты с гарантией капитала — индексируемые депозиты. Их первым предложил на российском рынке своим клиентам Ситибанк в 2002 году. В настоящее время этот инструмент предлагает большинство крупных инвестиционных компаний и банков. Важным достоинством индексируемого депозита в сравнении с иными формами инвестиций с защитой капитала является то, что это срочный банковский вклад, соответственно, на него распространяются все законодательные нормы банковского вклада, в частности самое главное — гарантия сохранности вложенных средств в пределах 700 тыс. рублей и минимальная гарантированная ставка. А вот опыт выпуска структурированных рублевых облигаций был лишь у «Тройки Диалог» и Ситибанка. В середине 2009 года «Тройка Диалог» выпустила рублевые облигации с доходностью, зависящей от валютного индекса РТС. В конце прошлого года та же «Тройка Диалог» и Ситибанк организовали выпуск трех траншей облигаций ЕБРР, которые также были выполнены в виде структурных продуктов. Но вместе с тем структурные продукты, построенные на основе российских инструментов, то есть в виде депозита или облигации, несут и свои специфические риски и особенности. В частности, российские облигации всегда предполагают возврат инвестированных средств. Как указывает Михаил Морозов, это «препятствует структурированию в этой форме продуктов без защиты инвестированного капитала».

Поскольку в российском законодательстве нет такого понятия, как «структурный продукт», более сложные структуры реализуются за рубежом в идее нот. Ноты ориентированы прежде всего на институциональных инвесторов и корпорации. Дополнительное ограничение, которое накладывают структурированные ноты на инвестора,— это высокий порог для входа. Нередко их стоимость начинается от $1–3 млн. При этом на индексируемые депозиты банки принимают суммы от $10 тыс. «Законодательство многих стран ЕС более гибко, нежели российское право, и позволяет выпускать структурные продукты без защиты инвестированных средств, а также структурные ноты и сертификаты, приспособленные для нужд конкретного инвестора»,— поясняет их популярность управляющий директор инвестиционной компании «Уралсиб Кэпитал» Франц Хеп. «Возможность обращения нот в системе Euroclear повышает удобство такого продукта и позволяет инвестору более активно и просто управлять своим инвестиционным портфелем»,— дополняет Михаил Морозов.

Вместе с тем, чтобы российский брокер мог предложить ценные бумаги иностранного эмитента своему клиенту, должно быть выполнено несколько условий. В частности, подобным ценным бумагам должны быть присвоены международные коды ISIN и CFI, эти ценные бумаги должны быть допущены к публичному размещению или публичному обращению на российском рынке. Как уточняет руководитель департамента розничного бизнеса Ситибанка Сергей Коротков, «их продажа возможна только для квалифицированных инвесторов». Брокер же обязан уведомить клиента и о рисках, связанных с инвестированием средств в структурные продукты.

Разбор рисков

Структурированные продукты могут принести своим владельцам не только высокие доходы, но и дополнительные риски. Риск вложений оценивается на основании целого комплекса факторов, которые различны для разного вида структурированных продуктов. Наиболее высокий риск — это риск недополученной доходности: в случае резкого падения котировок базового актива на конец выбранного периода инвестор в лучшем случае получит лишь первоначально вложенную сумму, что будет характеризовать инвестиции как убыточные. Однако наиболее опасным для инвестора является риск дефолта как эмитента инструментов с фиксированной доходностью, поскольку может привести к потере всех инвестиций. Кроме того, существует риск дефолта эмитента структурированного продукта. Один из самых масштабных примеров — банкротство инвестиционного банка Lehman Brothers. «Lehman Brothers был одним из крупнейших продавцов структурированных продуктов, которые после его банкротства до сих пор не реструктуризированы,— отмечает партнер UFG Wealth Management Оксана Кучура.

Поскольку не все структурные продукты гарантируют защиту капитала, инвесторы должны внимательно подходить к процессу выбора подходящей для них стратегии инструмента. «Я бы посоветовал обратить внимание на срок, минимальный объем инвестиции, валюту инструмента, уровень гарантии капитала, уровень участия в базовом активе, наличие барьеров максимальной доходности»,— отмечает руководитель бизнеса доверительного управления группы Газпромбанка Анатолий Милюков. Как кратко выразился Франц Хеп, «инвестор должен придерживаться правила: знай свои инвестиции».

Клиент должен четко представлять, какая защита капитала у продукта — условная или безусловная. «Не каждый структурированный продукт защищает от убытка. Более того, большая их часть сознательно содержит в себе риск убытка,— подчеркивает Михаил Морозов.— Вопрос лишь в том, понимает ли инвестор справедливую стоимость принимаемого риска, знает ли, как управлять риском в случае его реализации». Так как подобные рискованные продукты нередко выпускаются в виде иностранных ценных бумаг, по словам Оксаны Кучуры, инвестор должен знать еще и того, кто выступает гарантом по бумаге.

Поскольку произвести самостоятельно все эти оценки инвестору будет непросто, участники рынка рекомендуют обращаться к специалистам, которые помогут подобрать необходимый инструмент. «Структурированные ноты являются одним из самых сложных инструментов инвестирования. Поэтому обязательно инвестору стоит прибегнуть к помощи инвестиционного консультанта, который поможет выбрать структурированный продукт, отвечающий его требованиям по защите капитала, срокам инвестирования и инвестиционным целям»,— подчеркивает Сергей Коротков. В случае если у инвестора остались вопросы даже после общения консультантом, ему стоит избегать такой инвестиции, советует Павел Бережной.

НАЛОГИ ЗАПЛАТИТЬ ПРИДЕТСЯ

Если структурный продукт выпущен в виде срочного депозита, налог взимается с дохода, превышающего ставку рефинансирования Центрального банка плюс 5%. Согласно Налоговому кодексу, сумма превышения облагается налогом в 13% для физических лиц.

Налогообложение структурных продуктов, выпущенных в форме ценных бумаг, производится в соответствии с положениями Налогового кодекса РФ о налогообложении операций с ценными бумагами. Доходы инвесторов—физических лиц от операций с такими продуктами облагаются в РФ налогом на доходы физических лиц по ставке 13% (для резидентов РФ). Налог начисляется на доходы от купли-продажи структурных продуктов, полученные по ним проценты и доходы от их погашения. Брокер, через которого инвестор проводит операции, является налоговым агентом: он исчисляет сумму соответствующего налога и удерживает его из платежа, причитающегося клиенту. «При проведении операций со структурными продуктами, выпущенными иностранными эмитентами, инвестор также должен учитывать, что в некоторых случаях эмитент может удержать налог с дохода в соответствии со своим национальным законодательством»,— подчеркивает управляющий директор инвестиционной компании «Уралсиб Кэпитал» Франц Хеп. Во избежание проблем с зарубежными налогами инвесторам перед приобретением структурного продукта стоит выяснить, имеется ли с государством эмитента соглашение об избежании двойного налогообложения, советует эксперт.

Более сложная ситуация может возникнуть в случае с квалифицированными инвесторами. «В рамках российского права, если квалифицированный инвестор, но не профучастник, приобретает структуру с риском сокращения капитала, то есть возможность, что налоговая инспекция может попросить разложить ее на два инструмента — на производную и защитную», — отмечает вице-президент отдела продаж производных финансовых инструментов «Ренессанс Капитала» Ольга Данилова. В результате в случае наступления убытка по производному финансовому инструменту он не будет попадать в общую налоговую базу и снижать ее. «Это своего рода лотерея, будет ли данная структура разделена на два инструмента или нет,— отмечает госпожа Данилова.— Логика налоговых органов очевидна и заключается в том, что клиент осуществляет не хеджирующие операции, а спекулятивные, поэтому и требует признавать доходы/расходы от производного финансового инструмента отдельно от общей налоговой базы в соответствии с требованиями Налогового кодекса». **Виталий Гайдаев**

Безоглядный хедж

практика

Срочные контракты в первую очередь воспринимаются как инструменты хеджирования рисков. Они позволяют малыми силами застраховать большие активы от нежелательного изменения цен. Однако нередко они превращаются в инструменты, которые не только приносят убытки, но и разоряют инвестора. Используя эти взрывоопасные инструменты, необходимо быть предельно внимательным, учитывая множество рыночных и внерыночных факторов.

По своей природе хеджирование не может принести компании убытка. При этом отдельно операция хеджирования может иметь отрицательный финансовый результат. Но любую хеджирующую структуру имеет смысл рассматривать исключительно вместе с хеджируемой позицией. По словам начальника управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций Райффайзенбанка Никиты Патрахина, «правильно структурированный хедж делает позицию клиента нейтральной к риск-факторам или же сильно уменьшает ее волатильность». В результате потери по хеджирующей структуре, как бы велики они ни казались, всегда компенсируются доходом клиента от основной деятельности и наоборот.

Поэтому защита от рисков — это очень простая стратегия. И ее с равным успехом могут применять любые производители — и металлурги, и нефтяники, и фермеры. Они могут продать продукцию, которую еще не произвели, но которую однозначно произведут. Но в процессе производства возникают естественные риски того, что цена на эти товары упадет, и они не хотят этих рисков допустить. Заключая срочный контракт, они сознательно упускают выгоду от возможного роста цен, но уберегают себя от угрозы их производства в случае падения цен на сырьевые товары.

Как поясняет руководитель бизнеса доверительного управления группы Газпромбанка Анатолий Милюков, «финансисты — те же производственники, и им тоже нужно страховаться от кредитных рисков, рисков изменения процентных ставок и курсов валют».

По сути дела, разрушительная энергия срочного инструмента заложена в его природу. В первую очередь этот инструмент представляет собой финансовый рычаг, плечо, позволяющее «поднимать» финансовые активы, многократно его превосходящие. Во-вторых, срочный характер инструмента, то есть ограниченный срок его действия. В результате использовать инструменты хеджа можно не только для уменьшения риска, но и для его увеличения. По словам управляющего директора «Тройки Диалог» Олега Ларичева, «увеличение риска достигается за счет того, что у инвестора нет базового актива, который бы компенсировал потенциальные потери по срочной части». В этом случае, если инвестор собирается заработать на падении или росте стоимости базового актива, он продает срочные инструменты в расчете на то, что контракт не будет исполнен и цена, которую ему заплатили за контракт, останется у него. «Если он угадал направление движения цен, то он получает прибыль, если нет, то его убытки могут быть колоссальными»,— резюмирует Олег Ларичев. Но такие спекулянты для срочного рынка очень важны. Как поясняет Анатолий Милюков, «без них не с кем было бы договариваться о сделках тем, кто пытается застраховать свой бизнес».

Единственным ликвидным активом Lehman Brothers осталась его история ФОТО AP/ASSOCIATED PRESS

На российском рынке были примеры не самого удачного использования срочных контрактов как промышленными компаниями, так и финансовыми институтами. Компания «Полиметалл» при привлечении синдицированного кредита в 2004 году стала стороной по соглашениям о хеджировании. В соответствии с этими соглашениями «Полиметалл» должен был поставить Standard Bank London в течение 2006 года более 9 млн унций по цене $6,65–7,95, а в течение 2007 года — ABN AMRO 14,5 млн унций серебра по ценам от $7,79–7,82 за унцию. Между тем стоимость серебра на мировом рынке в те годы не опускалась ниже $9 за унцию, а в среднем превышала $12,5 за унцию. В результате недополученный доход компании составил $114 млн. Весной, когда индекс РТС был на уровне 2100 пунктов, на срочном рынке банк «КИТ Финанс» поставил на падение рынка. Он продал опционы пут с ценой исполнения 1600–1700 пунктов. Расчет был на то, что индекс не упадет до этого уровня и покупатель этого опциона исполнять его не будет. В результате падения индекса РТС контракты были исполнены, и на руках «КИТ Финанса» оказались обязательства купить индекс РТС исходя из уровня индекса 1600–1800 пунктов, тогда как индекс находился на уровне 1200 пунктов.

Так как в сделке всегда присутствуют две стороны, нельзя сбрасывать со счетов и риск контрагента. Для товарных срочных инструментов он заключается в невозможности поставить физический товар. Антон Толмачев приводит в пример прошлогодние перебои с поставками на мировом рынке серебра, к которым привело отсутствие физического металла и ожидание выплавки новых слитков. Недавнее наводнение в Австралии привело к резкому снижению предложения хлопка, в результате чего на спот-рынке его стало невозможно купить. Впрочем, как отмечает господин Толмачев, в этих случаях «есть возможность разойтись с таким контрагентом деньгами».

Иное дело, когда риск контрагента происходит из-за его дефолта. Такие ситуации возникают из-за сильного спада в экономике или резких падений на рынках акций и облигаций. В этом случае собственных средств спекулянтов, которых раньше вроде бы хватало для обеспечения их позиций по деривативам и срочным контрактам, может оказаться недостаточно. Этот риск несет опасность и для финансистов, которые используют срочные контракты для страхования своего бизнеса. Анатолий Милюков приводит в пример ситуацию с американским банком Lehman Brothers, который очень активно продавал контракты от банкротства (Credit Default Swaps). Но когда Lehman Brothers сам обанкротился, оказалось, что у них таких контрактов почти на $100 млрд. В гораздо большем объеме это произошло с AIG — крупнейшим страховщиком, который выписал гигантское количество страховочных контрактов от кредитного риска фактически всем крупнейшим мировым финансовым институтам, включая такие, как Goldman Sachs и Deutsche Bank. По словам господина Милюкова, если бы американское правительство не спасло AIG от банкротства, то ни Goldman Sachs, ни Deutsche Bank сейчас бы не было, поскольку все свои позиции, которые они застраховали через покупку контрактов у AIG, не были бы исполнены.

Необходимо отметить, что хеджирование для корпоративных компаний помимо собственно деривативной составляющей может и должно дополнительно учитывать юридические и налоговые аспекты. Как считает Никита Патрахин, хеджирование не должно приводить, например, к увеличению налоговых расходов, которые полностью ликвидируют эффект от его применения или принесут убытки компании. По его словам, специфические изменения финансовых потоков (выплат, процентных ставок и пр.) необходимо «запаковывать» в стандартные простые инструменты, понятные и прозрачные для всех участников процесса. В этом случае влияние внерыночных факторов будет сведено к минимуму.

Виталий Гайдаев

СРОК ЗА СРОЧНЫЙ РЫНОК

В истории срочного рынка есть много примеров того, как рисковое обращение с финансовыми инструментами приводило к колоссальным убыткам крупных корпораций. Наиболее яркие из них — крах британского банка Barings и астрономические потери французского Societe Generale.

Трейдер Barings Николас Лисон несколько лет проводил успешные арбитражные операции на биржах Осаки и Сингапура. Но 16 января 1995 года он совершил сделку, которая привела к краху его карьеры и краху банка. Он продал одновременно опционы put и call с одинаковыми ценами и сроками исполнения, надеясь получить прибыль в условиях бокового тренда и рассчитывая, что японский рынок до начала следующего рабочего дня не претерпит серьезных изменений. Но его надежды рухнули в прямом смысле, потому что рано утром 17 января 1995 года землетрясение силой 7,2 балла по шкале Рихтера разрушило значительную часть японского города Кобэ и унесло жизни примерно 6,5 тыс. его жителей. На катастрофу индекс Nikkei отреагировал падением в течение недели почти на 7%. Потери господина Лисона только в день землетрясения составили более £55 млн. Он пытался предотвратить крах при помощи все более рискованных сделок, скупая фьючерсные контракты на индекс Nikkei в расчете на скорое повышение их цены. На протяжении месяца он купил более 60 тыс. фьючерсов в напрасных попытках оказать давление на рынок. Восстановления рынка он так и не дождался. Скупка фьючерсов принесла убытки банку в размере £619 млн, а общие потери составили £827 млн, что почти вдвое превысило его собственный капитал. В конце февраля того же года Высший суд Британии признал один из старейших национальных банков банкротом. А еще через неделю Barings был продан за символический £1 голландской банковской группе ING. Ника Лисона приговорили к шести с половиной годам тюрьмы, а все его имущество, в том числе гонорар за автобиографическую книгу, было конфисковано в пользу кредиторов Barings.

Трейдер Жером Кервьель с 2004 года осуществлял фьючерсные операции банка Societe Generale. В конце 2007 — начале 2008 годов он открыл позиции на рост европейских фондовых индексов на сумму €50 млрд, якобы скрыв это от банковской системы контроля. Обнаружение и вынужденное закрытие этих позиций банком в январе 2008 года привело к обвалу фондовых рынков. Сам SG понес потери в размере €4,9 млрд. Жером Кервьель был приговорен к трем годам тюрьмы и выплате банку компенсации в размере £5 млрд. Одной из крупнейших европейских финансовых групп был нанесен серьезный репутационный ущерб, CEO SG Даниэль Бутон ушел в отставку. Сам господин Кервьель утверждал, что руководство банка было в курсе его действий и не препятствовало ему, пока они приносили прибыль. **Анна Героева**

финансовые инструменты

УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ
ООО «Уралсиб Кэпитал»
ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ПАРТНЕР ВЫПУСКА
Реклама

Ураганные фьючерсы

экзотика

Землетрясение в Японии заставило инвесторов взглянуть на биржу как на возможность хеджирования природных рисков. Но если от землетрясений застраховаться пока нельзя, то от других стихийных бедствий уже можно. Зарубежные биржи предлагают срочные контракты, позволяющие снижать ущерб от воздействия природных явлений, таких как жара или холод, дождь или снег и даже ураганы. Но попытки внедрить подобные инструменты на российском рынке пока не увенчались успехом.

Срочные контракты на погоду для российского рынка остаются большей экзотикой, чем стихийные бедствия ФОТО ИТАР-ТАСС, НИКОЛАЯ ЦЫГАНОВА

Сезонная распродажа

По сути дела, любой срочный контракт на погодные явления и катаклизмы — это контракт на индекс, который циклически изменяется в течение длительного времени. Поэтому самым первым индексом для погодного контракта стала температура. А за точку отсчета была взята температура 65°F (или 18°C), то есть рубеж, выше которого люди начинают активно использовать кондиционеры, а ниже — включают отопление. При этом и сам индекс разделился на две составляющие — индекс обогрева (Heating Degree Day, HDD) и индекс охлаждения (Cooling Degree Day, CDD). Впервые торги на эти индексы начала проводить Chicago Mercantile Exchange (CME) в конце 1990-х годов. В настоящее время здесь торгуются контракты на температуру в 24 американских, 11 европейских, 6 канадских, 3 японских и 3 австралийских городах. Контракты торгуются в зависимости от времени года: в зимний период, с октября по апрель,— HDD, а летом, с мая по сентябрь,— CDD. В Европе торговать погодой начали чуть позже. В 2001 году на London International Financial Futures and Options Exchange появились контракты на температуру для Лондона, Парижа и Берлина. Однако спроса они не нашли, и в настоящее время CME остается ведущей площадкой в мире по торговле срочными контрактами на погоду.

Расчет температурного индекса (будь то обогрев или охлаждение) основывается на разнице между эталонной температурой и текущей. По итогам месяца складываются ежедневные отклонения. При этом для HDD суммируются только понижения температуры, а если температура оказывается выше эталонной, то в этот день значение изменения индекса приравнивается к нулю. Для CDD в расчет принимается только повышение температуры.

Выплата по форвардному или фьючерсному контракту определяется исходя из разницы между ценой, по которой контракт был заключен, и расчетной ценой, которая становится известной по истечении срока действия контракта. Каждый градус или пункт отклонения оценивается в $20. При этом каждый участник торгов не может открыть больше 10 тыс. контрактов одного вида и срока исполнения. «В спецификации производных на погоду всегда имеется ограничение максимальной выплаты по контракту. Это делается в силу специфики базового актива: он не может быть куплен или продан, то есть нельзя осуществить хеджирование с помощью базового актива»,— поясняет руководитель аналитической службы «Ай Ти Инвест — Проспект» Александр Потавин.

На CME торгуется и ряд других срочных контрактов на природные явления. В 2006 году биржа запустила торговлю фьючерсами и опционами на дожди и снегопады для шести городов США. Это тоже сезонные контракты: на снегопад торги продолжаются с ноября по апрель, на дожди — с марта по октябрь. Индексом выступает количество осадков (снега или дождя), выпавших за месяц на соответствующей метеостанции и выраженных в дюймах. Стоимость контракта составляет $500. Есть у биржи и срочный контракт на заморозки, рассчитываемый для Амстердама. Он также является сезонным и рассчитывается с ноября по март. Для его расчета существует несколько индикаторов. Например, температура рано утром должна быть не выше –3,5°C или поздним утром — не выше –1,5°C. Стоимость контракта составляет €10 тыс., и так же, как другие погодные инструменты, объем открытой позиции для одного инвестора не может превышать 10 тыс. контрактов. Вполне возможно, что новый финансовый инструмент появился в ответ на спрос со стороны производителей тюльпанов, старающихся застраховаться от заморозков.

Разрушительные ураганы, бушующие каждую осень на восточном побережье США, заставили биржу разработать новый финансовый инструмент. Толчком к этому стал ураган Катрина, нанесший стране ущерб в $125 млрд. В этом случае биржа рассчитывает индекс CME Hurricane Index. Его величина определяет потенциальные разрушения, которые может нанести ураган. При расчете индекса используется установившаяся скорость ветра в урагане и радиус урагана.

Контракт для ЖКХ

Несмотря на всю экзотику и ограничения по ликвидности, погодные деривативы востребованы среди определенного круга инвесторов. Средний объем торгов в США за зиму 2010–2011 фьючерсом на температуру составил около 8 тыс. лотов в месяц. По словам руководителя управления товарных рынков РТС Сергея Данова, потребителей погодных фьючерсов можно разделить на несколько категорий. К первой категории относят энергетиков, производящих электроэнергию и тепло. Ко второй категории относятся потребители энергоресурсов — коммунальные компании, водоканалы, распределительные электросети. К третьей категории — агросектор. По словам Александра Потавина, погодные фьючерсы сегодня довольно востребованный финансовый инструмент и удивляться этому не приходится: практически любой бизнес имеет сезонный характер, что отражается на стоимости его акций и других бумаг на бирже. Потенциальными покупателями контракта на ураган на CME видят страховые компании, энергетические компании, правительства штатов, а также финансовые институты — хедж-фонды и пенсионные фонды.

Для российских бирж контракты на снегопады и засуху остаются лишь потенциальными производными инструментами. Попытку начать торговлю на температуру предпринимала РТС, но до практического воплощения эта идея не дошла. По словам главы Российского биржевого союза Анатолия Гавриленко, на бирже хотели начать торговлю фьючерсами на погоду еще в 2005 году. Тогда на европейской части страны стояли сильнейшие морозы и для страхования на срочном рынке вполне можно было использовать индекс обогрева. «В идеале использование погодных производных инструментов позволяет компенсировать рост цены на топливо при усилении морозов и падении температуры»,— говорит Сергей Данов. По опыту прошлогоднего лета в Центральном регионе можно было бы использовать в российской практике и индекс охлаждения. «Такие фьючерсы помогли бы хеджироваться многим предприятиям в нашей стране»,— считает господин Гавриленко.

Помимо отсутствия инфраструктуры, позволяющей достоверно определять температурные параметры, истории и опыта инвесторов по работе с производными инструментами, помехой для реализации идеи торговли погодными фьючерсами является российское налоговое законодательство. Оно пока не позволяет отечественным компаниям, которые потенциально могут использовать погодные деривативы, относить убытки по этим затратам на себестоимость продукции. Действующее законодательство не позволяет суммировать финансовые результаты от работы на срочном рынке и на рынке реального товара. «Чтобы уравновесить один рубль убытка при покупке топлива, компании потребуется приобрести большее число биржевых инструментов. В итоге баланс между доходами на биржевом рынке и расходами на топливном соблюдаться не будет, что рано или поздно приведет к росту издержек и возникновению дополнительных рисков. В таких условиях компании, действительно нуждающиеся в хеджировании финансовых рисков, работать с таким инструментами, конечно, не будут»,— резюмирует Сергей Данов.

Анна Героева

«Недисциплинированный подход к стратегиям приносит большие потери»

интервью

(Окончание. Начало на стр. 17)

— Как же здесь формируется цена?

— Существует институт голосовых брокеров, которые находятся в постоянном контакте со всеми участниками рынка, и через них интерес инвесторов проходит на рынок. Они и являются той площадкой, на которой происходит ценообразование. Через этих посредников ведутся переговоры, через них заключаются сделки. Как только сделка заключена, она рапортуется бирже. EDX заводит сделку в свою книгу, В дальнейшем все отношения по расчетам, по исполнению сделки происходят уже между банком и биржей.

FORTS — это классическая биржа. Здесь есть четкие спецификации контрактов, раскрываются ежедневные объемы торгов, объемы открытых позиций. Эффективно ли это для торговли? Не уверен. Как ни парадоксально звучит, прозрачность является одной из проблем FORTS: к ней не готовы профучастники. И это объясняется узостью российского рынка. Здесь мало крупных игроков и не так много клиентов. Любое раскрытие информации некомфортно для них. Во-первых, это снижает брокерскую маржу. Во-вторых, может показать рынку их намерения, что в итоге негативно сказывается на цене сделок.

Национальные особенности

— Выходит, что формализация контрактов и открытость торгов — излишние требования для повышения ликвидности рынка?

— Если строить биржу, то от формализации не уйдешь. Например, та же EDX. Здесь также существуют контракты, так называемый лист, на пять-семь акций. Но вся торговля идет в других инструментах, которые называются flex-option. Это опцион, который абсолютно не стандартизован с точки зрения страйка и экспирации. У него есть стандартный лот — он бывает европейским или американским, опционом-call или опционом-put. Но такие параметры, как страйк и экспирация, в этом контракте не фиксированы. Об этих параметрах уже договариваются сами игроки. И это придает большую гибкость инструменту. На FORTS таких возможностей, таких инструментов нет. У контрактов на FORTS есть фиксированные страйки и фиксированная экспирация. Профучастники давно предлагают изменить условия контрактов, но этот вопрос до сих пор не решен.

— Что же требуется изменить на FORTS, чтобы он был популярен у банков и инвесторов?

— На FORTS многое необходимо изменить. Например, популярный индекс РТС рассчитывается в долларах. И хотя фьючерс также рассчитывается в долларах, но вариационная маржа по нему пересчитывается в рубли. Раньше пересчет делался по курсу ЦБ, который запаздывал на один день. Сейчас пересчет делается по курсам, которые фиксируются по времени, близкому к клиринговым сессиям. Но и это неудобно. Те деньги, та вариационная маржа, которая у меня накапливается и списывается по моему счету, я не могу ее забрать и конвертировать обратно в доллары. И в другом месте я вынужден делать хедж, отвлекая на это дополнительную ликвидность. Почему нельзя сделать расчеты в долларах?

Другой пример — обеспечение. Я должен иметь деньги на FORTS до того, как совершу сделку. Для профессиональных участников это ужасно неудобно с точки зрения управления ликвидностью. На всех биржах расчеты происходят по условию T+1. Почему это нельзя сделать на FORTS? Вероятно, в данном случае этого не позволяет сделать кредитное качество участников торгов. Значит, надо повысить их кредитное качество. В других странах на биржах существуют достаточно жесткие критерии к тем, кто собирается стать расчетной фирмой. Для этого требуется определенный капитал, который поддерживает кредитоспособность биржи, и гарантийный фонд. На FORTS пока всего этого недостаточно.

Кроме того, клиринговые организации должны иметь возможность передавать контракты третьим лицам без совершения сделок. В нашем законодательстве есть такое понятие — «новация». Но срочном рынке это передача контракта от одного лица другому лицу. Но это не трансакция, не продажа. Есть две стороны сделки — A и B. Потом появляется сторона C. Сторона B хочет передать свой контракт стороне C, но так, чтобы A и C остались сторонами контракта. Это нужно, чтобы брокер, совершивший сделку для своего клиента, мог передать контракты клиенту на его счет. Все так же, как на рынке акций: брокеру приходит заказ, он его выполняет и через депозитарий купленные акции передает клиенту. Та же самая процедура должна быть и со срочными контрактами. Но на FORTS этого сделать невозможно — клиент обязан торговать со своего счета.

Поэтому FORTS остается провинциальной биржей, на которую трудно выйти всем, кроме местных российских участников. А здесь должны работать крупные мировые расчетные фирмы. Они предоставляют инвесторам доступ к рынку, повышают его ликвидность. На этом у них построен бизнес, и для этого у них есть ресурсы. JP Morgan, Deutsche Bank сами, по сути, являются мини-биржами. На всех торговых площадках они имеют возможность делать клиринг для огромного количества клиентов. Их появление сразу повысило бы статус FORTS.

Но чтобы на российский рынок пришли мировые клиринговые компании, им нужно предоставить условия, в которых они работают во всем мире. Ведь при нынешнем состоянии российского рынка им трудно предоставлять те услуги, к которым привыкли их клиенты. И это проблема FORTS и проблема законодательства.

Законодательные рамки

— Чего же не хватает в законодательстве для нормального функционирования и развития срочного рынка?

— Проблема в законодательном и нормативном обеспечении рынка двоякая. С одной стороны, рынку не хватает правильного регулирования. С другой стороны, функционирование рынка, действия инвесторов на рынке очень сильно зарегулированы.

Например, в прошлогоднем приказе ФСФР, который открыл реальные возможности работать управляющим компаниям со средствами ПИФов на срочном рынке, слишком жестко все прописано. Введены непонятные критерии, необходимо рассчитывать много всяких коэффициентов, которые нередко лишены экономического смысла. И к тому же действует ограничение, что все срочные сделки должны совершаться на бирже. При этом FORTS не предоставляет инвесторам особо гибких инструментов для работы. Тогда почему надо ограничиваться биржей, не понятно.

В то же время появилось несколько законопроектов, которые открывают возможности развития внебиржевого рынка в России. Совсем недавно был принят закон о ликвидационном неттинге. Его отсутствие было камнем преткновения для многих профучастников, и прежде всего для иностранцев. Ликвидационный неттинг — это неттинг обязательств по некоему рамочному соглашению в случае банкротства контрагента. До того как закон был принят, при банкротстве компании-должника у арбитражного управляющего была возможность отказаться от зачета требований по рамочному соглашению, а также отказаться от исполнения невыгодных для должника сделок, так называемый cherry-picking в английском праве. Сейчас такие действия ограничены. Новый закон разрешает ликвидационный неттинг по сделкам на финансовом рынке. Теперь отказ от исполнения таких сделок может быть заявлен только в отношении всей их совокупности, но не в отношении отдельной сделки. В результате риск заключения сделок на внебиржевом рынке снижается. Теперь можно не бояться, что в случае банкротства контрагента все контракты, входящие в какое-то рамочное соглашение, не будут подлежать неттингу.

Рынок валютных и процентных деривативов от этого, безусловно, выигрывает, потому что с этими инструментами работают преимущественно банки. Но из сегмента, где торгуются деривативы на акции, выпадают управляющие компании, которые сейчас становятся одними из крупнейших потребителей этих продуктов. Ведь они должны совершать сделки в интересах ПИФов только на биржевом рынке. То есть положительный эффект от одного документа немного снижается от воздействия другого. Хотя в целом направление развития законодательного регулирования задано правильно, к мировой практике.

— В этой связи насколько проработано законодательство по структурным продуктам? Ведь такие продукты, особенно с возможностью возврата капитала, сейчас очень востребованы клиентами.

— Как показал европейский опыт, структурный продукт является очень удобным продуктом для инвестиций. Особенно для индивидуальных инвесторов. Когда мы говорим о деривативах на российском рынке, то, кроме спекулирования на FORTS, они никак не задействованы. Структурные же продукты позволяют привлекать на этот рынок большую массу инвесторов. Однако для этого пока не хватает законодательного обеспечения.

На Западе много разнообразных форм инвестиционных продуктов. Их можно сделать и в виде ноты, облигации, можно сделать в виде депозита. Все зависит от Гражданского кодекса, который применяется в той или иной стране. Российское законодательство пока не позволяет полностью раскрыть гибкость подобных инструментов. Например, депозит. По российскому законодательству депозит можно забрать в любой момент, но для структурного продукта такая возможность губительна. Он является срочным по определению и должен работать до того срока, на который рассчитан. Другой пример — облигации. В России выпуск облигаций достаточно громоздкий, негибкий. На Западе можно зарегистрировать программу, по которой очень легко в течение одного-двух дней выпускать продукты любого рода, но у нас так сделать нельзя. Кроме того, по облигациям эмитент обязан вернуть инвестору как минимум ее номинальную стоимость. Но это обстоятельство исключает возможность создания продуктов без гарантии возврата капитала. Сейчас появилась возможность делать структурные продукты в виде паевых фондов. Но из-за сложности такого продукта пока не понятно, кто им будет пользоваться.

Дисциплинарная ответственность

— В истории фондового рынка случалось, что использование срочных инструментов приводило инвесторов к большим потерям. Бывали случаи и банкротства банков. Почему инструмент хеджирования превращается в инструмент разорения?

— Ответ простой — от отсутствия дисциплины. К большим потерям при использовании инструментов срочного рынка приводит недисциплинированный подход к собственным стратегиям.

— А насколько в этой ситуации важна ликвидность срочного рынка?

— Когда исчезает рынок, как это было в 2008 году, то остается только надеяться, что как-то можно пересидеть. Срочный инструмент — на то он и срочный, что когда-нибудь заканчивается. Когда он заканчивается, сделать уже ничего нельзя. В акциях можно сказать: «Ок, буду ждать еще пять лет!» Но продлить срочный инструмент, пересидеть с ним я не могу. Это врожденный риск срочных инструментов, и об этом нужно помнить.

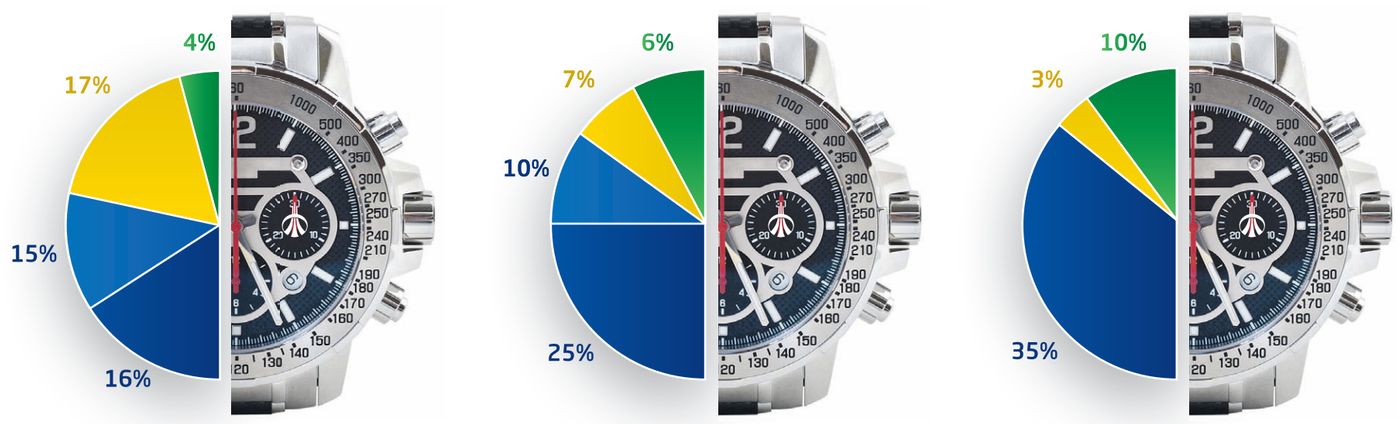
Полный текст интервью читайте на сайте www.kommersant.ru

УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ

Отлаженная механика инвестиций

www.uralsibcap.ru

ПРОИЗВОДНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ



НА АКЦИИ НА ИНДЕКСЫ НА АДР

Финансовые услуги оказываются ООО «УРАЛСИБ Кэпитал». Москва, 119048, ул. Ефремова, д.8

Реклама

«Тематическое приложение к газете «Коммерсантъ» («Финансовые инструменты»). **Демьян Кудрявцев** — генеральный директор | **Азер Мурсалиев** — шеф-редактор | **Анатолий Гусев** — арт-директор | **Эдди Опп** — директор фотослужбы | **Валерия Любимова** — директор по рекламе. **Рекламная служба:** Тел. (499) 943-9108/10/12, (495) 101-2353 | **Алексей Харнас** — руководитель службы «Издательский синдикат» | **Дмитрий Ладыгин** — выпускающий редактор | **Ольга Боровягина** — редактор | **Сергей Цомык** — главный художник | **Виктор Куликов** — фоторедактор | **Екатерина Бородулина** — корректор | **Адрес редакции:** 125080, г. Москва, ул. Врубеля, д. 4. Тел. (499) 943-9724/9774/9198