

РЫНОК ПРОИЗВОДНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

СОДЕРЖАНИЕ

<u>Введение</u>	2
<u>Глава 1. Рынок производных ценных бумаг и его участники</u>	3
1.1. Понятие производных ценных бумаг	3
1.2. Участники рынка производных ценных бумаг	5
<u>Глава 2. Основные виды производных ценных бумаг</u>	6
2.1. Форвардные контракты	6
2.2. Фьючерсные контракты	10
2.2.1. Общая характеристика	10
2.2.2. Разновидности фьючерсных контрактов	15
2.3. Опционные контракты	16
2.3.1. Общая характеристика	16
2.3.2. Разновидности опционных контрактов	20
2.4. Свопы	21
2.5. Сделки "кэп", "флор", "коллар"	25
<u>Глава 3. Хеджирование</u>	26
3.1. Понятие и инструменты хеджирования	26
3.2. Эффективность хеджирования	30
<u>Глава 4. Государственное регулирование срочного рынка</u>	31
<u>Заключение</u>	38
<u>Библиографический список</u>	39

ВВЕДЕНИЕ

Появление и распространение производных ценных бумаг связано с поиском таких инвестиционных стратегий, которые обеспечивали бы не только получение дохода, но и страхование от рисков при неблагоприятном изменении цен, т.е. с решением проблемы оптимального размещения свободных денежных средств.

В настоящее время рынок производных финансовых инструментов является одним из наиболее динамично развивающихся сегментов финансового рынка в мире. Мощный импульс развитию валютного и фондового международных рынков дали такие факторы, как переход к плавающим валютным курсам, ослабление государственного регулирования в финансовой сфере, продолжающийся быстрый рост международной торговли товарами и услугами, достижение нового уровня в компьютерной и телекоммуникационной технологии и другие процессы. Инвестиционные операции стали действительно международными, а зарубежное инвестирование связано с повышенными рисками - риском изменения курса валюты, риском роста/падения процентных ставок по вкладам, риском колебания курсов акций и т.п., следовательно, возникла потребность в развитии рынка производных финансовых инструментов, который бы обеспечивал страхование этих рисков.

Многообразие форм операций с производными финансовыми инструментами, постоянное совершенствование практики биржевой и внебиржевой торговли создают основу для эффективного функционирования рыночного механизма, сбалансирования рынка, снижения затрат на приобретение и реализацию продукции. Даже в условиях заметных колебаний рыночных цен операции с производными ценными бумагами позволяют фирмам планировать свои издержки и прибыль на достаточно большие периоды, разрабатывать стратегию развития компаний с регулируемым риском, гибко сочетать различные формы инвестиций, снижать свои расходы на финансирование торговых операций.

Рынок производных ценных бумаг в России имеет короткую историю и, по сравнению с западным, развит недостаточно. К основным проблемам применения производных финансовых инструментов в России относят:

- правовые и налоговые проблемы, проблемы бухгалтерского учета;
- проблемы регулирования профессиональной деятельности на рынке;
- несовершенство инфраструктуры рынка;
- состояние рынка и спектр торгуемых инструментов.

На уровне конкретных компаний появляются и частные причины, такие, как слабое представление о свойствах и механизме различных производных инструментов, основах организации ведения и сопровождения сделок, трудности в оценке результата хеджирования, начального и остаточного риска и, наконец, отсутствие понимания и одобрения руководства.

Целью данного пособия является изучение основ использования современных видов производных ценных бумаг для хеджирования и спекулятивных операций.

ГЛАВА 1. РЫНОК ПРОИЗВОДНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ И ЕГО УЧАСТНИКИ

1.1. Понятие производных ценных бумаг

Ценные бумаги можно разделить на два класса – основные и производные, или деривативы¹. К последнему классу относятся такие ценные бумаги, в основе которых лежат основные ценные бумаги и другие активы, а цены на них зависят от изменения цен на базисные активы. То есть, если изменяются цены на нефть, изменяются цены и на фьючерсные, форвардные, опционные и т.д. контракты, в основе которых лежит нефть.

По сравнению с основными ценными бумагами, производные ценные бумаги являются более гибкими инструментами. Согласно определению Комитета по разработке международных стандартов бухгалтерского учета², **производным финансовым инструментом** является финансовый инструмент:

а) истинная стоимость которого изменяется в ответ на изменение определенной процентной ставки, стоимости ценной бумаги, цены торгуемого на бирже товара, курса валюты, ценового или процентного индекса, кредитного рейтинга или кредитного индекса и прочих подобных показателей;

б) приобретение которого не требует первоначально никаких или требует значительно более низких инвестиций по сравнению с прочими инструментами, которые имеют подобную доходность и подобную реакцию на изменение рыночных условий;

в) который будет реализован в будущем.

Основываясь на данном определении, можно выделить следующие свойства производных инструментов:

1. Цены производных инструментов основываются на ценах базисных активов.

2. Операции с производными финансовыми инструментами позволяют получать прибыль при минимальных инвестиционных вложениях.

3. Производные инструменты имеют срочный характер.

Теоретически деривативные контракты можно ввести на каждый продукт так же, как и выписать страховой полис на любое событие жизни. Это и происходит в реальности. Есть деривативы на сельскохозяйственную про-

¹ Термин "дериватив" происходит от английского слова derivative – "производная".

² "Международные стандарты бухгалтерского учета", 1998 г.

дукцию, валюту, индексы, результаты спортивных событий, поставки электроэнергии. Среди последних нововведений - контракты на погоду, пользователями которых являются, например, поставщики и потребители топливной нефти.

Мировой рынок производных инструментов является неотъемлемой частью глобального финансового рынка. Существовая более 150 лет, этот рынок стал развиваться особенно быстрыми темпами с начала 70-х годов XX в. после либерализации мировой финансовой системы и перехода к плавающим валютным курсам. Будучи ранее исключительно биржевым, рынок деривативов в настоящее время развивается в двух формах – биржевого и внебиржевого рынков. Конкуренция биржевого и внебиржевого секторов послужила дополнительным стимулом к развитию рынка производных инструментов. Создание, наряду со стандартными биржевыми контрактами, рынка внебиржевых контрактов с индивидуальными условиями существенно расширило возможности участников рынка и финансовых менеджеров по страхованию рисков.

Развитие рынка деривативов во многом определяется происходящими изменениями на рынках базовых активов, изменением их относительной роли. Так, 20-кратный рост объема торгов на фондовом рынке за последние 10 лет повлек за собой столь же бурное развитие рынка стандартных контрактов на акции и фондовые индексы.

Основными тенденциями рынка производных финансовых инструментов являются:

- глобализация и связанное с ней резкое обострение конкуренции;
- существенный рост рынка и либерализация его регулирования;
- расширение спектра торгуемых инструментов и изменение их относительной роли, а также существенное расширение состава участников;
- применение новых технологий и переход к системам электронной торговли;
- преобладание в целом внебиржевого рынка над биржевым;
- доминирование валютных контрактов в обороте внебиржевого рынка (основной тип контрактов – краткосрочные валютные свопы¹);
- доминирование процентных контрактов на биржевом рынке (основной тип контрактов – фьючерсы и опционы на государственные облигации и депозитные ставки).

Производные инструменты в настоящее время используются широким кругом участников рынка, а именно:

- индивидуальными инвесторами, для которых инструменты рынка деривативов, в частности, опционы, привлекательны из-за малого объема требуемых инвестиций;

¹ По данным Bank for International Settlements и International Monetary Fund.

- институциональными инвесторами для хеджирования портфелей и альтернативных денежному рынку вложений капитала;
- государственными финансовыми учреждениями и частными предприятиями с целью хеджирования вложений;
- банками и другими финансовыми посредниками, а также частными предприятиями для стратегического риск-менеджмента и спекуляций;
- инвестиционными фондами для увеличения эффективности вложений;
- хедж-фондами для увеличения дохода путем использования инструментов с большим "плечом" и с высоким потенциальным доходом;
- трейдерами по ценным бумагам для получения дополнительной информации о рынках базовых активов.

Основа для существования производных инструментов – будущая неопределенность.

1.2. Участники рынка производных ценных бумаг

Отличительной особенностью производных финансовых инструментов является то, что момент исполнения обязательств по контракту отделен от времени его заключения определенным промежутком, т.е. они имеют срочный характер.

Под **срочным** контрактом понимается договор на поставку актива, в качестве которого могут выступать различные материальные ценности, товары, финансовые инструменты (валютные средства, ценные бумаги и т.д.), в установленный срок в будущем на согласованных условиях.

Стороны, заключающие контракт, выступают в качестве **контрагентов**. В соответствии с принятой международной терминологией лицо, передающее (продающее) актив, открывает так называемую "короткую позицию" по контракту, а принимающее (покупающее) – "длинную позицию".

Заключая сделки с деривативами, стороны могут преследовать различные цели, и по этому признаку операции с производными ценными бумагами можно разделить на следующие группы:

Спекулятивные операции. Спекулятивные операции совершаются с целью получения прибыли от купли-продажи срочных контрактов в результате разницы между ценой контракта в день заключения и ценой в день его исполнения при благоприятном для одной из сторон (продавца и покупателя) изменении цен. В зависимости от характера сделок спекуляцию подразделяют на следующие виды:

- спекуляция на повышение цен – скупка контрактов для последующей перепродажи;
- спекуляция на понижение цен – продажа контрактов с целью их последующего откупа;
- спекуляция на соотношении цен на рынках одного и того же или взаимозаменяемых товаров или цен на товары с различными сроками поставки.

Спекулятивные сделки составляют важную часть рынка производных ценных бумаг. **Спекулянт** (игрок) торгует срочными контрактами только ради прибыли, т.е. никогда не покупает и не продает собственно товары. Спекулянтов привлекает "эффект рычага" и краткосрочность (от одного до нескольких дней) срочных операций. Спекулянту нужен шанс заработать на изменении цен на базисный товар, не участвуя в производственном бизнесе, и он готов взять на себя риск. Спекулянты необходимы для успешного функционирования срочного рынка, поскольку они обеспечивают взаимодействие субъектов рынка, желающих освободиться от риска или взять его на себя. Собирая и анализируя информацию, открывая на её основе позиции, спекулянты информируют рынок и помогают рынку правильно её оценить.

Спекулянты создают ликвидность на рынке, однако экономической основой срочного рынка являются операции по хеджированию рисков.

Операции хеджирования (страхования от возможного изменения цен). Деривативы обычно используются для страхования – хеджирования от возможных потерь в случае изменения рыночных цен при заключении сделок на реальный товар. Принцип страхования здесь построен на том, что если в сделке **хеджер** теряет как продавец реального товара, то он выигрывает как покупатель фьючерсов на то же количество товара, и наоборот. Позицию хеджера, сфера деятельности которого лежит в области материального производства на рынке наличного товара, можно сформулировать так: "Все, что я хочу – это получить сегодняшнюю цену по данному контракту. Я согласен отказаться от того, чтобы заработать больше, ради того, чтобы оградить себя от потерь".

Арбитражные операции, которые совершаются с целью получения безрискового дохода, используя рассогласования в ценах на различные финансовые инструменты на различных рынках.

Таким образом, в целом все участники срочного рынка выступают либо хеджерами, снижающими рыночный риск своих вложений за счет других участников, либо спекулянтами или арбитражерами, а сами деривативы могут быть использованы и для спекулятивных операций и для хеджирования. То есть один и тот же контракт будет инструментом хеджирования для покупателя – компании, занимающейся производством, и инструментом спекуляции для продавца – финансовой компании.

ГЛАВА 2. ОСНОВНЫЕ ВИДЫ ПРОИЗВОДНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

2.1. Форвардные контракты

Форвардная сделка – это сделка между двумя сторонами, условия которой предусматривают обязательную взаимную одномоментную передачу

прав и обязанностей в отношении базисного актива с отсроченным сроком исполнения договоренности от даты договоренности. Такая сделка, как правило, оформляется в письменном виде.

Предметом соглашения могут выступать различные активы – товары, акции, облигации, валюта и т.д. Форвардный контракт заключается, как правило, в целях осуществления реальной продажи или покупки соответствующего актива, в том числе для страхования поставщика или покупателя от возможного неблагоприятного изменения цены. Форвардный контракт может также заключаться с целью игры на разнице курсов базисного актива.

При заключении форвардного контракта стороны согласовывают цену, по которой будет исполнена сделка. Данная цена называется **ценой поставки**. Она остается неизменной в течение всего времени действия форвардного контракта.

В связи с форвардным контрактом возникает еще понятие форвардной цены. Для каждого момента времени **форвардная цена** для данного базисного актива – это цена поставки, зафиксированная в форвардном контракте, который был заключен в этот момент. При определении форвардной цены актива исходят из посылки, что вкладчик в конце периода должен получить одинаковый финансовый результат, купив форвардный контракт на поставку актива или сам актив. В случае нарушения данного условия возникает возможность совершить арбитражную операцию. Если форвардная цена выше (ниже) спот-цены¹ актива, то арбитражер продает (покупает) контракт и покупает (продает) актив.

При заключении форвардной сделки сторона, открывшая длинную позицию, надеется на дальнейший рост цены базисного актива. При повышении цены базисного актива покупатель форвардного контракта выигрывает, а продавец проигрывает, и наоборот. Выигрыш и потери по форвардной сделке реализуются только после истечения срока контракта, когда происходит движение денежных средств и активов.

Заключение форвардного контракта не требует от контрагентов каких-либо расходов за исключением возможных комиссионных, связанных с оформлением сделки, если она заключается с помощью посредников. Несмотря на то, что форвардный контракт предполагает обязательность исполнения, теоретически контрагенты не застрахованы от неисполнения обязательств со стороны своего партнера в силу, например, банкротства или недобросовестности одного из участников сделки. Поэтому, прежде чем заключить сделку, партнерам следует выяснить платежеспособность и добросовестность друг друга.

Отсутствие гарантий исполнения форвардного контракта в случае возникновения соответствующей конъюнктуры для одной из сторон является

¹ Цена-спот – текущая рыночная цена базисного актива.

недостатком форвардного контракта. Другим недостатком форвардных контрактов является их низкая ликвидность.

Форвардные сделки заключаются вне бирж на неорганизованных рынках. Все условия сделки – сроки, цена, гарантии, санкции – оговариваются сторонами: поскольку форвардная сделка, как правило, преследует действительную поставку соответствующего актива, то контрагенты согласовывают удобные для них условия. Таким образом, форвардный контракт не является стандартным по своему содержанию. Считается, что вследствие этого вторичный рынок для форвардных контрактов или очень узок, или вовсе отсутствует, так как трудно найти какое-либо третье лицо, интересы которого в точности соответствовали бы условиям данного контракта, изначально заключенного в рамках потребности первых двух лиц.

На самом деле степень ликвидности форвардного рынка напрямую зависит от степени ликвидности базисного актива. Для некоторых базисных активов – для небиржевых товаров, для непрошедших листинг корпоративных ценных бумаг – он будет узким и неликвидным, для других, наоборот, ликвидным, например, для валюты, государственных ценных бумаг. При ликвидности базисного актива договоренность, оформленная форвардным контрактом, также может быть ликвидной. Для этого стороны предусматривают возможность передачи контракта третьим лицам в течение срока действия договоренности.

Таким образом, можно говорить о купле-продаже форвардных контрактов, в основе которой все же лежит купля-продажа базисного актива. Если форвардный контракт продается на вторичном рынке, то он приобретает некоторую цену, поскольку возникает разница между ценой поставки и текущей форвардной ценой. Форма форвардной кривой – зависимости цен срочных контрактов от их срока – значительно влияет при этом на поведение участников спот рынка.

Когда цены контрактов с более дальним сроком исполнения выше цен ближних контрактов, рынок находится в состоянии **contango**. Форма кривой цен в этом случае позволяет сделать вывод об ожидаемом повышении цен на базисный актив в будущем, а прибыльность стратегии покупок и удержания товара стимулирует покупателей и приводит к росту запасов, при этом величина межвременного спреда должна быть сопоставима со стоимостью хранения товара.

Если цены дальних контрактов ниже цен ближних, т.е. кривая срочных цен является инвертированной, рынок находится в состоянии **backwardation**. Такая форма кривой приводит к тому, что накопление запасов становится убыточным для компаний, что ведет к их сокращению.

В конечном счете, спот-курсы почти никогда не совпадают с прогнозируемыми значениями – форвардной кривой. Но это не значит, что форвардные курсы не должны соответствовать рыночным прогнозам будущих спот-

курсов. В любой данный момент рынок поглощает всю доступную информацию и устанавливает спот- и форвардные курсы. В этот момент форвардный курс прогнозирует значение спот-курса в будущем. Однако за это время возможны различные экономические и политические события и даже катастрофы. Все это изменяет рыночные прогнозы и отражается на ценах. Неудивительно, что эти курсы в итоге оказываются разными, и их различие не противоречит фактам совпадения форвардных курсов и прогнозируемых значений будущих спот-курсов. Для того чтобы прогноз оказался правильным, участник должен сегодня правильно предсказать неожиданные события, которые произойдут до момента исполнения форвардной сделки.

В качестве разновидности краткосрочного форвардного контракта выступают **пролонгационные** сделки "репорт" (репо) и "депорт" (обратного репо).

Репо – это соглашение между контрагентами, в соответствии с которым одна сторона продает другой ценные бумаги с обязательством выкупить их у нее через некоторое время по более высокой цене. В результате операции первая сторона фактически получает кредит под обеспечение ценных бумаг. Процентом за кредит служит разница в ценах, по которой она продает и выкупает бумаги. Ее доход составляет разность между ценами, по которой она вначале покупает, а потом продает бумаги.

Операция репо представляет собой внебиржевую срочную сделку. Одной стороной сделки выступает, например, спекулянт, заключивший сделку на срок с целью получения курсовой разницы. Потребность в пролонгационной сделке возникает у него в том случае, если прогнозируемое им изменение курса не состоялось и ликвидация сделки не принесет прибыли. Однако заключивший сделку профессионал рассчитывает, что его прогноз на изменение курса оправдается в ближайшем будущем, поэтому необходимо продлить условия сделки, т.е. пролонгировать ее. Таким образом, пролонгационная сделка заключается им с целью получения прибыли в конце ее срока от проводимых им спекуляций по договору сделки, заключенному ранее.

Гораздо реже на рынке встречается депорт – операция, обратная репорту. К этой сделке прибегает "медведь" – профессионал, играющий на понижение, – когда курс ценной бумаги не понизился или понизился незначительно и он рассчитывает на дальнейшее понижение курса. Депорт применяется и в том случае, когда необходима поставка ценных бумаг своему контрагенту, а у брокера или дилера данных бумаг нет в наличии. Тогда он прибегает к депорту для выполнения своих обязательств.

Обратное репо – это соглашение о покупке бумаг с обязательством продажи их в последующем по более низкой цене. В данной сделке лицо, покупающее бумаги по более высокой цене, фактически получает их в ссуду под обеспечение денег. Второе лицо, предоставляющее кредит в форме ценных бумаг, получает доход (процент за кредит) в сумме разницы цен продажи и выкупа бумаг.

2.2. Фьючерсные контракты

2.2.1. Общая характеристика

Фьючерсная сделка (фьючерс) – сделка, заключаемая на бирже на стандартизованное количество/сумму базисного актива или финансового инструмента определенного качества со стандартизованными сроками исполнения сделки. При совершении сделки продавец контракта берет на себя обязательство продать, а покупатель – купить базисный актив или финансовый инструмент в определенный срок в будущем по цене, фиксируемой в момент сделки. Можно сказать, что стандартизованный форвард на бирже становится фьючерсом¹.

В отличие от форварда, биржа берет на себя разработку правил торговли фьючерсами. Объектом фьючерсной сделки выступает не биржевой товар, а биржевой контракт, который предусматривает куплю-продажу строго согласованного количества товара установленного сорта с минимально допустимыми отклонениями. Условия фьючерсного контракта стандартны. Все фьючерсные контракты имеют **контрактную спецификацию**, представляющую собой юридический документ, фиксирующий количество базисного актива, его качество или свойства, сроки поставки, сроки действия контракта, правила установления котировок и т.д. Наличие данного документа при торговле фьючерсными контрактами обязательно. Он дает возможность участникам рынка установить единообразное понимание деталей контракта (см. прил. 1).

Поскольку в целях стандартизации размер контрактов на конкретный актив имеет определенную величину, при заключении фьючерсной сделки указывается, на какое количество контрактов актива она распространяется. Кроме числа контрактов, участники сделки договариваются и о цене контрактов.

Фьючерсная цена – это цена, которая фиксируется при заключении фьючерсного контракта. Она отражает ожидания инвесторов относительно будущей рыночной цены (цены-спот) для соответствующего актива. Разница между ценой-спот и фьючерсной ценой на данный актив называется **"базисом"**. В зависимости от того, выше фьючерсная цена или ниже цены-спот, базис может быть положительным или отрицательным. При одной цене фьючерсного контракта на определенный срок существует множество наличных цен на базисный товар в зависимости от его качества, места поставки. Следовательно, может существовать множество базисов для одного товара в одно время.

¹ В целом фьючерсные и форвардные контракты – братья-близнецы с очень близким механизмом ценообразования.

Факторов, влияющих на размер базиса, довольно много, но основные – это спрос и предложение на определённый период, объёмы переходящих запасов, прогноз на производство продукции в текущем году, предложение и спрос на аналогичную продукцию, экспорт и импорт товаров, наличие мощностей для хранения, транспортные расходы, расходы на страхование, сезонность и ряд других факторов.

В контрактной спецификации устанавливается также **ценовой шаг** (тик) – минимально допустимое колебание цены единицы базисного актива. Установление размера тика является чисто административной мерой, которая позволяет избежать огромного количества значений цен. Так, если текущая котировка равна X руб., а тик – $0,1$ руб., то предел колебания цены на базисный актив будет равен от $X+0,1$ до $X-0,1$ руб.

Фьючерсные контракты высоколиквидны, для них существует широкий вторичный рынок, поскольку по своим условиям они одинаковы для всех инвесторов. В то же время стандартный характер условий контракта может оказаться неудобным для контрагентов. Например, им требуется поставка некоторого товара в ином количестве, в ином месте и в другое время, чем это предусматривается фьючерсным контрактом на данный товар. Кроме того, на бирже может вообще отсутствовать фьючерсный контракт на актив, в котором заинтересованы контрагенты. В связи с этим заключение сделки, как правило, имеет своей целью не реальную поставку (прием) актива, а хеджирование позиций контрагентов или спекуляцию, т.е. игру на разнице цен.

В большинстве случаев закрытие позиции по фьючерсным контрактам осуществляется не поставкой актива, а путем совершения офсетной сделки, т.е. путем выплаты (получения) разницы между ценой, обозначенной в контракте в момент его заключения, и ценой, по которой этот же товар или финансовый инструмент может быть приобретен в данный момент.

Офсетная сделка – это противоположная сделка, т.е. продавец должен купить, а покупатель – продать контракт. Абсолютное большинство позиций инвесторов по фьючерсным контрактам ликвидируется ими в процессе действия контрактов с помощью офсетных сделок и только менее 1% контрактов в мировой практике заканчиваются реальной поставкой. Хотя на сделки, завершающиеся поставкой товара, приходится чрезвычайно малая часть биржевого/внебиржевого оборота, возможность поставки товара и сама поставка выполняют важную экономическую функцию – обеспечивают связь фьючерсного рынка с рынком реального товара.

Исполнение фьючерсного контракта гарантируется расчетной палатой биржи посредством взимания залогов с участников торгов под открытие позиций. При открытии позиции лицо (как с длинной, так и короткой позициями) обязано внести некоторую сумму в качестве залога. Данная сумма носит название **начальной маржи, или депозита**, а счет, на который вносится залог – **маржевый счет**. Как правило, размер начальной маржи составляет 2-

10% стоимости актива, лежащего в основе контракта, но при резких колебаниях цен она может возрастать. Размер депозита фиксируется на каждой бирже различным и может пересматриваться только при существенных изменениях уровня цен или угрозе таких колебаний. Перед наступлением срока поставки депозит может достигать 100% стоимости контракта. Малый начальный размер депозита способствует притоку капиталов в биржевую торговлю, обеспечивая ликвидность рынка, а большой – финансовую устойчивость биржи.

Система финансовых гарантий и сборов, определяемая правилами фьючерсной торговли, легла в основу так называемого "эффекта рычага". Инвестирование во фьючерсный контракт лишь нескольких процентов от цены базисного актива в виде депозита позволяет получить доход от роста курсовой стоимости, аналогичный доходу, полученному от инвестирования всей суммы на спотовом рынке.

Рычажное воздействие в результате незначительного вложения может уже при небольших колебаниях обеспечить сверхприбыли, но не исключает и убытков. Если ситуация на рынке развивается в направлении, противоположном ожидаемому, рычаг действует отрицательно. Незначительный залог уже недостаточен для балансировки разницы между первоначальным и действующим курсом. Поэтому появляются требования о внесении дополнительного взноса, или контракт продается с убытком.

В сделках с фьючерсными контрактами риск непредсказуем. Так, при занятии длинной позиции риск, т.е. размер убытков, не ограничен, так как цена фьючерса может упасть до нуля. Но и возможность получения прибыли не ограничена, потому что цены на базисный актив могут расти до бесконечности. Аналогично форвардным контрактам при росте в дальнейшем фьючерсной цены покупатель контракта выигрывает, а продавец проигрывает. Напротив, при понижении фьючерсной цены выигрывает продавец контракта, а покупатель проигрывает.

Главным различием между форвардным и фьючерсным контрактами (кроме того, что фьючерсный контракт стандартизован и обращается на организованных рынках, в то время как форвардный контракт на внебиржевом рынке) является необходимость регулярно (часто ежедневно) отслеживать рыночную стоимость своей фьючерсной позиции¹. Это означает, что если стоимость контракта стала отрицательной, то короткая позиция должна компенсировать разницу в денежных средствах. Если разница положительная, то ее должна компенсировать длинная позиция.

На практике это выглядит следующим образом. Расчетная палата в конце каждого торгового дня производит перерасчет (клиринг) позиций инвесто-

¹ По форвардному контракту выигрыш и потери реализуются участниками только после истечения срока контракта, когда между ними происходят взаиморасчеты.

ров. Позиция инвестора рассчитывается на основе **коти́ровочной цены** – цены, которая определяется на основе сделок, заключенных в ходе данной сессии. Каждая биржа сама определяет методику расчета котировочной цены – по цене закрытия, по среднему арифметическому и т.д.

Проигрыш одного лица переводится расчетной палатой с его маржевого счета на счет выигравшего инвестора. Таким образом, по итогам каждого торгового дня стороны контракта получают выигрыш или несут потери. Если на маржевом счете инвестора накапливается сумма, которая больше нижнего уровня маржи, то он может воспользоваться данным излишком, сняв его со счета. В то же время, если в результате проигрыша сумма в счете опускается ниже установленного минимума, то брокер извещает его о необходимости сделать дополнительный взнос. Данная маржа называется **переменной** или **вариационной**. В отличие от депозита, который вносится при заключении каждого биржевого контракта и возвращается после его ликвидации противоположной операцией или идет в оплату поставки товара, маржа вносится только при неблагоприятном изменении цен. Если инвестор не вносит требуемой суммы, то брокер ликвидирует его позиции с помощью офсетной сделки.

На ряде бирж, особенно в США, принята двухуровневая система маржи. Вводится еще один уровень маржи – **поддерживающая** маржа, который обычно устанавливается в размере $3/4$ от начальной маржи. При первоначальном занятии позиции член биржи должен внести начальную маржу в обычном порядке. Однако требования по выплате маржи могут возникнуть только тогда, когда сумма на маржинальном счете окажется ниже поддерживающей маржи - лишь в этом случае член биржи должен восстановить баланс до уровня начальной маржи. Таким образом, биржа не настаивает на том, чтобы сумма на маржевом счете поддерживалась на уровне начальной маржи, а допускает колебания этой суммы в пределах от поддерживающей до начальной маржи. Такой порядок во много раз уменьшает число маржинальных платежей, которые приходится производить членам биржи (особенно, в случае колебаний фьючерсных цен), и поэтому сокращает организационные расходы.

В период большой неустойчивости рынка или при особо рискованном характере счетов расчетная палата может потребовать от фирмы-члена сделать дополнительный взнос в любое время в ходе торгов, чтобы получить дополнительные гарантии на случай неблагоприятных изменений цен. Такое требование дополнительных взносов называется **дополнительным обеспечением**.

Чтобы не допустить чрезмерной спекуляции фьючерсными контрактами и усилить систему гарантий их исполнения, биржа устанавливает по каждому виду контракта **лимит отклонения фьючерсной цены текущего дня от**

котировочной цены предыдущего дня. Заявки, поданные по более высоким или низким ценам, не будут исполняться.

Также биржей определяется **лимит открытой позиции**, т.е. предельная сумма, на которую участник биржевой торговли может купить или продать товар по текущей рыночной цене. Величина открытых позиций каждого участника биржевых торгов подсчитывается в расчетной палате методом сальдирования взаимопогашаемых операций на покупку и продажу товаров.

Помимо депозита и маржи финансовая устойчивость расчетных палат обеспечивается также гарантийным фондом и фондом избыточных средств. **Гарантийный фонд** образуется за счет обязательных взносов членов расчетной палаты. Его размер зависит от величины фирмы и объема ее операций. Гарантийный фонд хранится в банке и не может быть изъят без специального разрешения директоров расчетной палаты. Взнос в гарантийный фонд может покрывать убытки не только члена, внесшего его, но и всех остальных членов расчетной палаты. **Фонд избыточных средств** формируется за счет поступлений от сбора с каждой сделки и процентов по средствам расчетной палаты за вычетом операционных расходов. Если и этих средств будет недостаточно для погашения убытков по обязательствам членов расчетной палаты, то члены расчетной палаты обязаны внести недостающую сумму из своих личных средств (как правило, эта сумма не ограничивается).

Ликвидация сделок на срок осуществляется через расчетную палату в установленный биржей день для расчета по сделкам на данный срок путем зачета всех взаимных обязательств контрагентов. Ликвидационная цена по сделке на срок устанавливается расчетной палатой на основе котировки биржевого дня (периода), предшествующего дню ликвидации, а при отсутствии таковой – на основе котировки, опубликованной в последний, предшествующий дню ликвидации, день (период), за который производилась котировка.

В случае требования со стороны покупателя **поставить** по срочному контракту реальный товар и отсутствия его у продавца, эту поставку в течение определенного числа дней осуществляет биржа, покупая товар по любой цене за счет продавца (такое условие принимается по решению учредителей биржи). Также по фьючерсному контракту товар может быть сдан без согласия покупателя. При желании **сдать** товар продавец в установленный срок до момента поставки, зафиксированного в контракте, извещает об этом расчетную палату. В извещении он указывает местонахождение предназначенного к сдаче товара с указанием его качественных характеристик по стандартам биржи. Большинство бирж приняли такую процедуру поставки, которая позволила их контрактам стать наиболее согласованными с условиями местного реального рынка.

2.2.2. Разновидности фьючерсных контрактов

Мировой рынок фьючерсных контрактов находится в активном и постоянном развитии. Кроме классических фьючерсов на товарные активы, такие как нефть и нефтепродукты, пшеница, золото, в мире получили распространение следующие разновидности фьючерсных контрактов.

Фьючерсные контракты на акции компаний являются популярными в России, среди них – фьючерсные контракты на "голубые фишки" и, прежде всего, на акции ПАО "ЕЭС России", ОАО "Газпром" и т.д. Однако мировой рынок фьючерсных контрактов на акции практически отсутствует, в отличие от развитого рынка опционов на акции, несмотря на то, что опционы являются более сложными финансовыми инструментами. Институциональные инвесторы не используют фьючерсы на отдельные акции для хеджирования своих широко диверсифицированных фондовых портфелей (используются фьючерсы на фондовые индексы) ввиду необходимости проведения большого числа транзакций с большими совокупными издержками. Препятствием для использования индивидуальными инвесторами фьючерсного контракта на акции является неограниченный риск фьючерсного контракта без покрытия, а также обязательность исполнения контракта.

Фьючерсные контракты на фондовые индексы в связи с бурным ростом фондового рынка активно используются институциональными инвесторами для хеджирования своих фондовых портфелей, причем, чем индекс ближе по структуре к фондовому портфелю, тем эффективнее страхуется портфель от непредвиденных колебаний стоимости финансовых активов на рынке в целом. Несмотря на появление трансевропейских и панъевропейских индексов, большой объем сделок заключается все еще с национальными фондовыми индексами. Фьючерсы на трансевропейские индексы используются теми инвесторами, которые имеют портфели, составленные из акций различных европейских государств. Кроме индексов на акции, в настоящее время крайне популярной основой фьючерсов являются долговые индексы, среди которых выделяют следующие группы:

- суверенные индексы, составленные для отдельных государств независимо от характера эмитента;
- обеспеченные индексы, составленные для обеспеченных облигаций государственного сектора;
- корпоративные индексы, включающие в себя бумаги частного сектора с одинаковыми рейтингами и т.д.

Доминирующую роль на рынке играют **фьючерсные контракты на процентные долговые инструменты, в том числе на облигации**. В основе операций с данными фьючерсами лежит следующая посылка: цена на долговые ценные бумаги изменяется в направлении, противоположном движению процентных ставок. Таким образом, если ставки возрастают, курс долговых ценных бумаг падает, и наоборот.

Многие биржи предлагают серии **фьючерсных контрактов на процентные ставки**, охватывающие практически всю кривую процентных ставок¹. Процентная ставка может рассматриваться наравне с любым другим базовым активом, поскольку фактически является ценой денежного займа. Поэтому заёмщик, привлекающий средства по фиксированной ставке, всегда подвержен риску альтернативных издержек в случае, если его конкурент, привлекающий средства по плавающей ставке, будет платить меньше с течением времени. Однако экономический субъект, выплачивающий плавающую ставку, подвержен риску её повышения, что повлечёт за собой проигрыш относительно фиксированных выплат.

Валютные фьючерсы были популярны в прошлом, но в настоящее время занимают небольшую долю рынка, которая неуклонно снижается. Эта тенденция в основном объясняется переориентацией институциональных участников валютного рынка на внебиржевые инструменты хеджирования валютных рисков, а также существенным сокращением торгуемых инструментов в связи с введением евро.

2.3. Опционные контракты

2.3.1. Общая характеристика

Под опционами понимают особый вид биржевых сделок с ограниченным по сравнению с обычными фьючерсными операциями риском. Опционы относятся к условным срочным сделкам, предоставляющим одному из контрагентов право исполнить или не исполнить заключенный контракт, в отличие от твердых сделок (форвардных и фьючерсных), которые обязательны для исполнения. В последнее время опционы постепенно завоевывают все большую популярность как более сложные, но и одновременно предоставляющие существенно большие возможности, по сравнению с фьючерсами, финансовые инструменты.

Опцион обозначает срочную сделку, по которой одна из сторон приобретает право принятия или передачи актива по фиксированной цене в течение определенного срока, а другая сторона обязуется по требованию контрагента за денежную премию обеспечить осуществление этого права, возлагая на себя обязанность передать или принять предмет сделки по фиксированной цене. Таким образом, особенность опциона заключается в том, что в сделке купли-продажи, где он выступает объектом, покупатель приобретает не титул собственности, а право на его приобретение.

Обязательства покупателя опциона ограничиваются своевременной уплатой опционной премии продавцу опциона. В свою очередь, продавец должен

¹ В данном сегменте фьючерсного рынка наблюдается жесткая конкурентная борьба.

предоставить строго определенные гарантии выполнения своих обязательств в виде залога денег (маржи) или ценных бумаг. Различие в характере обязательств, взятых на себя покупателем и продавцом опциона, отражает разделение потенциальных рисков, прибылей и убытков между контрагентами. Для покупателя опциона возможные убытки ограничены размерами выплаченной премии, т.е. риск при покупке опционов является ограниченным, а потенциальная прибыль остается неограниченной. Продавец опциона всегда идет на риск неограниченных убытков, а его максимальный доход ограничен размером премии.

Опционы существуют в двух формах: контракты на покупку и контракты на продажу.

1. Опционы на покупку (опционы "**колл**"), по условиям которых владелец опциона имеет право приобрести актив по оговоренной цене (**цене-страйк**) у лица, которое выписало контракт. В свою очередь, продавец опциона обязан продать актив, если держатель опциона того потребует.

2. Опционы на продажу (опционы "**пут**"), по условиям которых владелец опциона имеет право продать актив по оговоренной цене лицу, выписавшему опцион. В свою очередь, продавец опциона обязан купить этот актив, если владелец опциона предъявляет контракт для урегулирования.

Выписывая опцион, продавец открывает по данной сделке короткую позицию, а покупатель – длинную позицию. Соответственно понятия короткий "колл" или "пут" означают продажу опциона "колл" или "пут", а длинный "колл" или "пут" – их покупку.

Цена опциона – премия, т.е. сумма, выплачиваемая при покупке опциона. Она состоит из двух компонентов – внутренней стоимости и временной стоимости. **Внутренняя стоимость** – это разность между текущим курсом базисного актива (спот-ценой) и ценой исполнения опциона (ценой-страйк). **Временная стоимость** – это разность между суммой премии и внутренней стоимостью. Если до истечения срока действия контракта остается много времени, то временная стоимость может оказаться существенной величиной. По мере приближения этого срока она уменьшается и в день истечения контракта будет равна нулю.

Премии по опционам варьируются в зависимости от рыночных условий. Они зависят от различных факторов, наиболее значительными из которых являются время до исполнения (конца срока действия) и изменчивость рынка. Теоретическая стоимость опциона может быть рассчитана на основе различных моделей ценообразования и исходя из разнообразных известных факторов, таких как: исторические (статистические) колебания цен, время до конца срока действия, наличная цена, процентные ставки и т.д.; однако рыночная цена может оказаться совсем другой, поскольку она принимает во внимание ожидаемые колебания цен (ожидаемую волатильность), а также соотношение спроса и предложения.

В процессе торгов формируется такая стоимость опциона, которая устраивает обе стороны сделки и уравнивает их шансы на получение прибыли. Опционы делят на виды в зависимости от соотношения между шансами на доход и риском:

- **внутренние** ("в деньгах") опционы имеют цену-страйк ниже действующей рыночной цены базисного актива для "колл" и выше рыночной цены для "пут". Формально это означает, что покупатель таких опционов может немедленно воспользоваться своим правом и получить чистый доход после продажи (покупки) актива. Появлению подобных арбитражных сделок препятствует то, что премия по внутренним опционам всегда перекрывает указанную разницу на величину, зависящую от спроса, предложения и ожидания роста цены актива. Соотношение между шансами на доход и риском здесь характеризуется как "большая плата – малый риск";

- **внешние** ("вне денег") опционы имеют цену-страйк значительно выше спот-цены актива для "колл" и значительно ниже для "пут". Премия по внешним опционам очень низкая, поскольку для исполнения таких опционов требуется изменение цены-спот на значительную величину в нужную сторону, а это событие чаще всего имеет низкую вероятность. Данный вид опционов характеризует высказывание "малая плата и большой риск";

- **рыночные** ("на деньгах", "при деньгах") опционы имеют цену-страйк, близкую или равную рыночной цене базисного актива, и соответственно "средние риск и плату".

С точки зрения сроков исполнения опционы подразделяются на два типа: американский и европейский. **Американский** опцион может быть исполнен в любой день до истечения срока действия контракта, а **европейский** – только в день истечения срока контракта.

Так же, как и в случае с фьючерсными контрактами, существует первичный и вторичный рынки опционов. Первичный рынок опционов функционирует практически непрерывно: спекулянты и другие инвесторы выписывают опционы, условия которых отражают постоянно меняющиеся оценки текущей рыночной ситуации и будущих тенденций. В этом смысле функционирование первичного рынка опционов зависит от движения на спотовом рынке. Владельцы опционов могут, в свою очередь, продать их третьему лицу, поэтому возникает вторичный рынок опционов, где они обращаются аналогично другим деривативам, т.е. на внебиржевом рынке и на биржах.

На свободном рынке опционный контракт неразрывно связывает покупателя и продавца. В контракт могут быть включены любые дополнительные условия для достижения компромисса между покупателем и продавцом. Например, право продления опциона. На внебиржевом рынке нет ограничений на вид базисного актива, кроме этого допускается любой размер опционного контракта.

Опционы, которые обращаются на бирже, называются "котируемыми опционами". Биржевая торговля опционами построена так, чтобы допускалась их многократная перепродажа. Условия опционов, обращающихся на биржевом рынке, стандартны, вследствие чего они высоколиквидны (см. Прил. 2). При прочих равных условиях цена (премия) при перепродаже снижается по мере приближения опционного срока к дате истечения.

Биржевая торговля опционами организована по типу фьючерсной. Ее отличительная особенность – стороны не находятся в одинаковом положении с точки зрения контрактных обязательств. Поэтому покупатель опциона при открытии позиции уплачивает только премию. Продавец опциона обязан внести начальную маржу. При изменении текущего курса базисного актива размер маржи может меняться, чтобы обеспечить гарантии исполнения опциона со стороны продавца. При исполнении опциона расчетная палата выбирает лицо с противоположной позицией и предписывает ему осуществить действия в соответствии с контрактом. Закрытие позиции по опциону осуществляется путем:

- выполнения условий опциона в установленном порядке, называемом реализацией опциона;
- путем заключения обратного опциона – выкупа, если был продан опцион, и продажи, если был куплен опцион.

Опцион предлагает ряд возможностей, которыми не располагают другие продукты, особенно в хеджировании и структурировании позиций. Они могут быть использованы и для увеличения, и для уменьшения рисков (табл.1).

Таблица 1

Риск и доходы при приобретении различных инструментов срочного рынка

Финансовый инструмент	Риск	Доход
Покупка фьючерса	Практически неограничен*	Неограничен
Продажа фьючерса	Неограничен	Практически неограничен*
Покупка колл-опциона	Ограничен размером премии	Неограничен
Продажа колл-опциона	Неограничен	Ограничен размером премии
Покупка пут-опциона	Ограничен размером премии	Практически неограничен**
Продажа пут-опциона	Практически неограничен**	Ограничен размером премии

* цена на фьючерс не может упасть ниже нуля

** цена на базисный актив не может упасть ниже нуля

Опционные сделки могут быть вызваны как интересом клиента к базовым активам, так и желанием использовать опционы непосредственно в качестве объектов инвестиционной деятельности. Привлекательность опционов для инвесторов заключается не только в ограниченном риске длинных позиций. Опционы предоставляют большие возможности для проведения спекулятивных операций. Комбинации покупки и(или) продажи колл и пут опционов в сочетании с покупкой и(или) продажей реального актива позволяют найти

приносящие прибыль стратегии практически для любой рыночной ситуации. Более того, существуют опционные стратегии, не требующие даже прогнозирования рыночного курса базисного актива для получения прибыли.

При приобретении опционов предоставляется большой выбор контрактов с различными сроками истечения и ценами-страйк, которые и являются строительными блоками при формировании опционных стратегий. Однако необходимо помнить, что в торговле опционами комиссионные расходы могут достигать значительного размера – иногда на покрытие операционных расходов уходит до половины прибыли. Теоретически возможны ситуации, когда потенциальная прибыль от сделки выглядит весьма привлекательно в сравнении с предполагаемым риском. Однако с учетом комиссии результатом подобных операций могут оказаться чистые убытки.

2.3.2. Разновидности опционных контрактов

Актив, который лежит в основе опциона, не обязательно должен быть реальным физическим товаром (валютой, ценными бумагами), допускающим поставку. Как и в случае фьючерсных контрактов (п.2.2.2), распространены опционы на процентные ставки или курсы валют. В этом случае вместо поставки товара осуществляются расчет и выплата прибылей-убытков в денежном выражении. Кроме названных видов опционов, которые уже стали классическими, существует ряд более сложных опционов, некоторые из которых являются "экзотическими".

Опционы на фьючерсные контракты – опционы, которые дают право купить или продать фьючерсный контракт на какой-либо актив. Если в случае с опционами и фьючерсами сделка урегулируется поставкой тех активов, на которые они выписаны, то в случае опциона по фьючерсам сделка урегулируется не путем поставки актива, а путем поставки фьючерсных контрактов на этот актив.

Опционы на фондовые индексы – расчетные опционы, при реализации которых продавец опциона выплачивает держателю разницу между ценой реализации опциона, указанной в контракте, и некоторой расчетной величиной, связанной с фактическим значением индекса. Привлекательность биржевых индексов для инвесторов состоит в том, что они позволяют избежать риска, связанного с ухудшением финансового положения или иных показателей какой-либо отдельной компании. Фактически операции с биржевыми индексами дают инвесторам возможность "играть" на отрасль или на фондовый рынок в целом. Игра строится на том, что значение биржевого индекса со временем изменяется в силу нескольких причин: может измениться состав индекса¹ и кроме этого, сам индексный показатель изменяется ежеднев-

¹ Так, индексы Euronext 100 и Euronext 150 пересматриваются ежеквартально так, чтобы включать в себя исключительно наиболее ликвидные акции.

но с движением курсов акций, которые включены в него в качестве компонентов. Опционы на индексы используются в спекулятивных целях, для хеджирования и в целях инвестирования средств, вместо того, чтобы приобрести собственно ценные бумаги.

Опционы по фьючерсным контрактам на биржевые индексы выписываются не на сам индекс, а на фьючерсный контракт. Таким образом, если инвестор является держателем опциона на покупку и реализует свой опцион, то он выплачивает лицу, выписавшему этот опцион, разницу между ценой реализации опциона и текущей ценой фьючерсного контракта на биржевой индекс. Соответственно держатель опциона на продажу получает такую разницу от лица, выписавшего опцион.

Опционы на опционы – комбинированные опционы, или опционы на опционы, предоставляют покупателю право, но не обязанность приобрести лежащий в их основе обычный (базовый) опцион на более позднюю дату. Это позволит покупателю минимизировать первоначальную премию, которую он должен заплатить, решив купить базовый опцион. Вместо полной оплаты базового опциона покупатель покупает опцион на него. Если на момент исполнения последнего базовый опцион не представляет интереса для покупателя, покупатель может отказаться от его приобретения и избежит дальнейших трат. В противном случае покупатель может исполнить свой комбинированный опцион, купив базовый опцион по заранее оговоренной цене.

В последнее время стали появляться более гибкие финансовые инструменты, чем простые опционы.

2.4. Свопы

Своп скорее представляет собой обменную операцию, а не финансовый инструмент. При проведении данной операции обмен происходит такими активами, как кредитные обязательства, условия процентных платежей и т.д.

Товарный своп – соглашение между двумя сторонами, когда одна из сторон соглашается купить или продать товар за фиксированную цену в определенные даты, а другая сторона готова соответственно продать или купить этот товар по текущей рыночной цене в те же самые даты. Изначальная цель товарного свопа – распределение ценового риска между клиентом и финансовым посредником. Возникающие при этом потоки платежей компенсируют друг друга, и в результате в оговоренные даты одна из сторон выплачивает другой разницу между текущей и фиксированной ценой, которая обеспечивается для одной из сторон.

Фактически из позиции по товарному свопу для заключивших его сторон возникают такие же обязательства и ценовые риски, как в случае с обычным фьючерсным контрактом в биржевой торговле. Использование только свопов для снижения ценовых рисков является опасным, что и явилось причи-

ной появления таких инструментов, как опцион на своп, дающий право вступить в сделку.

Процентный своп – это соглашение между двумя сторонами об обмене потоками наличности, выраженными в одной валюте, но рассчитанными на различных основах. В данном случае происходит обмен характером процентных ставок – фиксированная процентная ставка обменивается на плавающую и наоборот.

Предполагается, что участники соглашения получили у третьих лиц необходимые заемные средства, исходя из доступных для них процентных ставок, но желают улучшить для себя условия займа, заключив между собой соглашение о процентном свопе. Мотивы у сторон различные – одна привлекает денежные средства, исходя из плавающей ставки, например Euribor¹, но желает захеджировать риск изменения ставки по кредиту, другая сторона привлекает денежные средства по фиксированной ставке, но в будущем ожидает снижения процентных ставок и желает привлечь денежные средства по плавающей ставке.

Обмен условиями процентных платежей осуществляется непосредственно между заемщиками денежных средств. Стороны перечисляют друг другу разницу в процентных ставках от суммы полученных кредитов, которая называется "основная сумма". В результате каждая из сторон получает возможность привлекать заемные средства под необходимую процентную ставку. Основная сумма полученных кредитов не переходит из рук в руки, а служит лишь базой для расчета сумм процентных ставок.

На практике в соглашениях о процентных свопах присутствует третья сторона – посредник (банк или иное финансовое учреждение), который за определенное вознаграждение берется организовать данный обмен и гарантирует каждому из участников соглашения получение своей доли платежей по свопу. Введение в соглашение посредника позволяет снизить потенциальные риски невыполнения взятых обязательств для участников процентного свопа, упрощает процедуру согласования условий, а также обеспечивает конфиденциальность сделки.

Как правило, соглашения о процентных свопах заключаются на условиях и в виде стандартных документов, соответствующих определениям ISDA (Международной ассоциации дилеров по свопам). Чаще всего используются следующие разновидности процентных свопов:

- ***Процентные свопы по фиксированным ставкам против плавающих в одной валюте*** – это свопы, в которых одна сторона обменивает процентные платежи по кредитным обязательствам, определенные по фиксированной процентной ставке, на процентные платежи другой, определенные по плавающей процентной ставке.

¹ Euro Interbank Offered Rate – Европейская межбанковская официальная ставка.

- **Процентные свопы в разных валютах** – это свопы в разных валютах, в которых либо обе стороны обмениваются процентными платежами по кредитным обязательствам по фиксированным ставкам в двух разных валютах, либо одна сторона осуществляет процентные платежи по кредитным обязательствам по фиксированной ставке в одной валюте, а вторая – в другой по плавающей процентной ставке.

- **Свопы в разных валютах с плавающей ставкой** – свопы, в которых две стороны обмениваются процентными платежами по кредитным обязательствам в двух разных валютах, причем обе суммы определяются по плавающей процентной ставке.

В России процентные деривативы пока не получили достаточно широкого развития. Основная причина - специфичность структуры российского рынка заимствований. Спрос на кредитные ресурсы явно превышает предложение, что позволяет банкам диктовать свои условия по ставкам и срокам. Общей тенденцией российского рынка заимствований являются краткосрочные кредиты с фиксированной ставкой. Плавающая ставка характерна для кредитов, выдаваемых на сроки больше 1 года (такие кредиты выдаются лишь крупными банками заемщикам с хорошей кредитной историей под хорошее обеспечение). Таким образом, при практическом отсутствии плавающих ставок на российском рынке хеджирование рисков их изменения представляется проблематичным.

Еще один фактор, ограничивающий развитие рынка процентных ставок в России, – жесткая географическая привязанность заемщиков к источникам кредитования. Кредитные организации предпочитают проводить регулярный мониторинг кредитов, что при географической удаленности заемщика не всегда осуществимо в полной мере.

Валютный своп – это соглашение между двумя сторонами об обмене потоками наличности, выраженными в различных валютах, рассчитанными на одной или разных основах. Стандартный валютный своп аналогичен процентному свопу, за исключением следующего: валюты, используемые разными сторонами, различны; при погашении свопа всегда происходит обмен основными капиталами; допускается обмен основными капиталами в начальную дату. С другой стороны, процентный своп можно рассматривать как особый род валютного свопа с одинаковыми валютами. При такой аналогии обмен основными капиталами не имеет смысла, так как они выражены в одной валюте и одинаковы. Валютный своп включает в себя:

- покупку и одновременную форвардную продажу валюты (или, наоборот, продажу валюты и одновременную форвардную покупку ее);
- обмен обязательств, выраженных в одной валюте, на обязательства в другой валюте;
- предоставление кредита в разных валютах.

Первый вид свопа – наиболее простой инструмент из всего семейства двусторонних сделок – означает покупку валюты на условиях спот (по текущему курсу) с одновременной форвардной продажей этой валюты или же продажу валюты на условиях спот с одновременной форвардной покупкой ее, т.е. фактически сделку депорта (репорта).

В абсолютном большинстве случаев валютные свопы подразумевают закрытие сделки в течение очень короткого периода, поэтому они аналогичны межбанковским кредитам и используются банками для управления остатками по корреспондентским счетам в рублях и инвалюте, позволяя избегать открытия валютных позиций и принятия курсовых рисков по небазисной валюте. Кроме того, сделки "валютный своп" используются банками для переноса валютных позиций на более поздние сроки расчетов. Центральный Банк России использует сделки "валютный своп" для решения проблемы периодически возникающего дефицита рублевой ликвидности на межбанковском рынке: он покупает доллары США за российские рубли сроком "сегодня" по официальному курсу доллара США к российскому рублю (базовому курсу) с их последующей продажей сроком "завтра".

Своп на неисполнение обязательств по займу (кредитный дефолтный своп) - это своп, по условиям которого покупатель свопа уплачивает продавцу определенное вознаграждение за право получить от него заранее установленный платеж в случае, если кредит, в обеспечение возврата которого заключен данный своп, не будет погашен, или в случае осуществления иного оговоренного в контракте события.

Своп общими суммами доходов - это своп, по условиям которого покупатель свопа уплачивает продавцу определенное вознаграждение за право получить от него доходы по некоторому активу (проценты, дивиденды, прирост стоимости и т.д.), который принадлежит продавцу свопа.

Своп-опцион (свопцион), или опцион на своп, дает его покупателю право, но не обязательство заключить своп. В обмен за уплаченную продавцу своп-опциона премию покупатель получает право заключить своп на специально оговоренных условиях. Эти условия включают в себя следующие параметры:

- период времени, в течение которого своп-опцион может быть исполнен;
- цену, по которой будет заключен своп (фиксированная цена);
- детали, связанные с дюрацией свопа и с товаром, лежащим в его основе.

Продавец своп-опциона, напротив, получает премию в обмен на переданное покупателю своп-опциона право заключить своп.

Своп-опционы могут быть сконструированы различными способами, чтобы наилучшим образом удовлетворить потребности клиента. Основными среди них являются инструменты, дающие покупателю право заключить своп, по которому он платит за товар фиксированную цену (своп-опцион на

покупку) или получает за товар фиксированную цену (своп-опцион на продажу).

Своп-опцион на среднее значение, или азиатский своп-опцион, дает его покупателю право заключить своп, в основе которого лежит цена товара, усредненная определенным образом за некоторый промежуток времени. Этот инструмент более привлекателен для клиентов, которых интересует средняя цена товара за данный период. Данный продукт также увеличивает степень защищенности клиента от резких однодневных скачков цены, обусловленных краткосрочной конъюнктурой рынка, например, перед датой исполнения стандартных биржевых контрактов.

Корзинные своп-опционы основаны на цене комбинированного портфеля, состоящего из набора товаров. Каждый товар, входящий в корзину, имеет в ней собственный вес, отвечающий запросам клиента. Это позволяет клиенту осуществлять управление рисками, возникающими от изменения цен нескольких товаров, при помощи одного инструмента.

2.5. Сделки "кэп", "фло", "коллар"

Сделки "кэп", "фло" и "коллар" являются разновидностями рассмотренных традиционных срочных сделок, позволяющими учесть их недостатки и ограничить размеры возникающих рисков. Данные сделки представляют собой многопериодные европейские опционы на процентные ставки и заключаются как на бирже, так и вне ее.

Процентный опцион **"кэп"** – это соглашение между продавцом "кэпа" и заемщиком о предоставлении кредита с плавающей процентной ставкой, согласно которому ставка не может превысить заданного уровня в течение определенного периода времени. При желании владельца опциона реализовать свое право продавец "кэпа" компенсирует ему превышение установленного уровня процентной ставки по кредиту. Доходом продавца в данном случае, как при любом опционном контракте, служит премия по опциону.

Сделка "кэп" позволяет покупателю гарантировать себе максимальную ставку рефинансирования на определенный период. В отличие от свопов эта сделка позволяет покупателю получить выгоду и от снижения ставок, поскольку в данном случае ему не приходится ничего платить продавцу, кроме премии. Обмена капиталом при этом не происходит.

Процентный опцион **"фло"** – это соглашение, обратное опциону "кэп". Стороны договариваются о предоставлении займа с плавающей ставкой с гарантией, что она никогда не упадет ниже некоторого заданного уровня. Покупатель гарантирует себе минимальную ставку доходности, и если рыночные процентные ставки будут опускаться ниже этой минимальной процентной ставки, продавец будет уплачивать покупателю разницу между рыночной и гарантированной процентными ставками. Покупатель также сможет извлекать выгоду и от повышения процентных ставок, поскольку он ни-

чего не должен выплачивать продавцу "фло", кроме премии. Сделки "фло" подходят для кредиторов или инвесторов, которые должны получать прибыль на капитал с плавающим процентом, но боятся падения на рынке процентных ставок.

Сделки "кэп" используются для хеджирования ставки займа, а "фло" – ставки кредитования. На базе этих двух опционов был разработан опцион "коллар", содержащий "кэп" и "фло". Сделка **"коллар"** рассматривается как сделка между двумя сторонами о предоставлении займа с плавающей ставкой, но с гарантией, что процентная ставка не будет выше или ниже определенных уровней. Покупатель "коллара" покупает "кэп" по определенной процентной ставке и продает "фло" по более низкой процентной ставке. Следовательно, оно обеспечивает себе максимальную ставку рефинансирования, обязуясь при этом уплатить продавцу часть прибыли, полученной от снижения процентных ставок.

Данная сделка позволяет покупателю защититься от повышения процентных ставок и в то же время частично извлечь выгоду из их понижения, поскольку, начиная с определенного уровня, он должен будет возвращать прибыль продавцу.

ГЛАВА 3. ХЕДЖИРОВАНИЕ

3.1. Понятие и инструменты хеджирования

Хеджирование – термин, который используется в банковской, биржевой и коммерческой деятельности для обозначения различных методов страхования от возможного изменения цен (курсов) при заключении сделок, использование которых предусматривается в будущем. С помощью хеджирования можно устранить или уменьшить неопределенность будущих денежных потоков, что позволяет компании рассчитывать на определенную величину будущих поступлений.

Хеджирование заключается в принятии на срочном рынке уравнивающей контрактной позиции, противоположной той, с которой связан риск, с целью защиты от возможных убытков. Таким образом, под хеджем понимается транзакция, которая уменьшает риск произведенных инвестиций. В связи с этим следует заметить, что в современной практике финансового менеджмента трактовка хеджа имеет несколько более обширный характер и охватывает всю совокупность действий, направленных на устранение или уменьшение рисков, имеющих природу возникновения от внешних источников.

Целью хеджирования является не извлечение¹ дополнительной прибыли, а снижение риска потенциальных потерь. Поэтому, прибегая к хеджу, компании отказываются от возможности получения прибыли в случае благоприятного изменения рыночной ситуации (например, для производителей – роста цен на реализуемую продукцию, экспортеров – падение курса национальной валюты) в обмен на уменьшение (минимизацию) величины потенциальных потерь при неблагоприятном изменении внешней конъюнктуры.

Совершая операции на срочном рынке, хеджер передает часть риска контрагенту; таким контрагентом может выступать другой хеджер, также снижающий свой риск, но занимающий противоположную позицию, или спекулянт, целью которого является извлечение прибыли из движения цен (игра на разнице цен).

Хеджеры используют рынок срочных контрактов, чтобы застраховать себя от различных видов риска:

- производители и потребители – от ценового риска реализации/приобретения товаров;
- импортеры и экспортеры – от риска изменения валютных курсов;
- владельцы финансовых активов – от риска падения их стоимости;
- заемщики и кредиторы – от риска изменения процентных ставок и т.д.

Перечисленные виды финансовых рисков могут хеджироваться, в отличие от операционных рисков, связанных с производственной и рыночной активностью, которые не хеджируются из-за отсутствия соответствующих им рыночных инструментов. В общем случае, успешная деятельность компаний находится в зависимости от таких рыночных факторов, как процентные ставки, обменные курсы, цены товаров. Так, для производственных компаний источниками ценового риска являются нереализованные товарные запасы готовой продукции, будущий урожай, еще произведенная продукция, заключенные форвардные контракты и т.д. Считается, что компания подвержена ценовому риску, если:

- цены на исходные материалы (услуги) или на выходную продукцию не являются постоянными;
- компания не может по своему усмотрению устанавливать цены на исходные материалы (услуги);
- компания не может свободно устанавливать цены на выходную продукцию, сохраняя при этом объемы реализации.

Механизм хеджирования основан на параллельном движении спот-цены и фьючерсной цены, результатом которого является возможность возместить на срочном рынке убытки, понесенные на рынке реального товара. На самом деле цены не всегда одинаковы, однако предел колебаний примерно один.

¹ Источником прибыли для хеджера служит основная производственная или финансовая деятельность.

Изменчивость базиса влечет за собой остаточный риск, не устранимый с помощью хеджирования. Именно в том случае, когда при закрытии контрактов возникает разница цен на спот и срочном рынках, прибыль и убытки по контрактам не уравнивают друг друга, и хеджер может нести небольшие убытки или получить небольшую прибыль от движения цен, несмотря на предпринятые усилия по страхованию. Так, в ситуации backwardation, когда цены спот выше цен на срок, выигрывает продавец, имеющий наличный товар.

Таким образом, успешное хеджирование зависит от степени корреляции наличных и фьючерсных цен. Чем она выше, тем эффективнее хедж. Однако всегда существует риск, что негативное изменение наличных цен не будет компенсировано полностью изменением фьючерсных цен. Поэтому смысл хеджирования заключается в том, что хеджер заменяет этим базисным риском обычно гораздо больший риск наличия незащищенной позиции на наличном рынке.

В качестве хеджируемого актива может выступать товар или финансовый актив, имеющийся в наличии или планируемый к приобретению или производству. Однако не всегда удастся подобрать биржевой товар, точно соответствующий объекту реальной сделки. В этих случаях приходится проводить дополнительный анализ для того, чтобы выяснить, какой биржевой товар или, возможно, группа товаров, наилучшим образом подходят для хеджирования товарной позиции на реальном рынке.

В некоторых случаях при изменении цен изменяются потенциальные объемы сбыта. При этом может возникнуть ситуация "недохеджирования" (объем хеджа меньше объема реальной позиции) или "перехеджирования" (объем хеджа больше объема реальной позиции). В обеих ситуациях риск увеличивается. Выходом является динамическое хеджирование, когда происходит постоянный анализ соответствия размера срочной позиции ситуации на реальном рынке и, если необходимо, изменение этого размера.

Итак, инструмент хеджирования выбирается таким образом, чтобы неблагоприятные изменения цены хеджируемого актива или связанных с ним денежных потоков компенсировались изменением соответствующих параметров хеджирующего актива. В зависимости от формы организации торговли, все инструменты хеджирования можно разделить на биржевые и внебиржевые.

Внебиржевые инструменты хеджирования – это, в первую очередь, форвардные контракты и свопы. Сделки этих типов заключаются напрямую между контрагентами или при посредничестве дилера (например, дилера по свопам). **Биржевые инструменты хеджирования** – это фьючерсы и опционы. Биржевые и внебиржевые инструменты хеджирования имеют свои достоинства и недостатки, которые кратко изложены в табл. 2. Выбор конкретных инструментов хеджирования должен осуществляться только после де-

тального анализа потребностей бизнеса хеджера, экономической ситуации и перспектив отрасли, а также экономики в целом.

Таблица 2

**Достоинства и недостатки биржевых и внебиржевых
инструментов хеджирования**

Достоинства	Недостатки
Биржевые инструменты	
Высокая ликвидность Доступность Сравнительно низкие накладные расходы на совершение сделки Высокая надежность – контрагентом по каждой сделке выступает расчетная палата биржи	Наличие жестких ограничений на тип товара, размеры партии, условия и срок поставки
Внебиржевые инструменты	
В максимальной степени учитывают требования конкретного клиента на тип товара, размер партии и условия поставки	Низкая ликвидность – расторжение ранее заключенной сделкой сопряжено, как правило, со значительными материальными издержками Сложности поиска контрагента Относительно высокие накладные расходы Риск невыполнения сторонами своих обязательств

Основной недостаток внебиржевых производных инструментов заключается в затруднениях, возникающих при появлении необходимости закрыть позицию. Однако для них имеются и очевидные преимущества, иногда, правда, связанные с дополнительным риском:

- без всяких ограничений могут быть сконструированы любые инструменты, отвечающие потребностям клиента;

- дюрация портфеля, составленного из внебиржевых инструментов, может быть значительно более длинной. Большинство биржевых инструментов ликвидны в ограниченном диапазоне по глубине сроков на несколько ближайших месяцев. Внебиржевые инструменты могут покрывать периоды вплоть до нескольких лет;

- для внебиржевых инструментов отсутствуют ежедневные требования по вариационной марже. Обычно внебиржевые инструменты имеют некоторый кредитный лимит, и позиция должна фондироваться одной из сторон только в случае исчерпания последнего. Возможен вариант, когда даты переоценки (котирования) позиции оговариваются отдельно. В биржевой же торговле требования по вариационной марже выставляются ежедневно после установления котировочной цены;

- отсутствуют позиционные лимиты и ограничения на долю рынка. На большинстве бирж для каждого отдельного участника такие лимиты установлены. К тому же при размещении на бирже, в особенности с голосовой

системой торговли, довольно трудно соблюсти конфиденциальность, о внебиржевой же сделке известно только ее сторонам.

Совокупность конкретных инструментов хеджирования и способов их применения для уменьшения финансовых рисков составляют **стратегию хеджирования**.

Существует 2 основных типа хеджирования: хедж покупателя и хедж продавца.

Хедж покупателя используется в случаях, когда предприниматель планирует купить в будущем актив и стремится уменьшить риск, связанный с возможным ростом его цены. Базовыми способами хеджирования будущей цены приобретения товара является покупка на срочном рынке фьючерсного контракта, покупка опциона типа "колл" или продажа опциона типа "пут".

Хедж продавца применяется в противоположной ситуации, т.е., при необходимости ограничить риски, связанные с возможным снижением цены актива. Способы такого хеджирования являются продажа фьючерсного контракта, покупка опциона типа "пут" или продажа опциона типа "колл".

3.2. Эффективность хеджирования

Целью хеджирования является снижение ценового (процентного, валютного) риска. Однако при осуществлении операций хеджирования появляются другие виды риска, свойственные именно этой деятельности, например:

- риск, связанный с непараллельным движением цены реального актива и соответствующего срочного инструмента. Цены реального и срочного рынков не могут отличаться слишком сильно, так как при этом возникают арбитражные возможности, которые, благодаря высокой ликвидности срочного рынка, практически сразу сводятся на нет, однако некоторый базисный риск всегда сохраняется;

- риск, связанный с непрогнозируемым изменением законодательства, введением пошлин и акцизов и т.д. В этих случаях хеджирование может только усугубить ситуацию, так как открытые срочные позиции не дают экспортеру возможности снизить негативное влияние этих действий путем сокращения объема поставок;

- риск, связанный с административными ограничениями на максимальные дневные колебания фьючерсной цены, установленными на некоторых биржах. Наличие таких ограничений может привести к тому, что если срочные позиции необходимо закрыть во время сильных движений цены реального актива, разница между фьючерсной ценой и спот-ценой может быть достаточно большой;

- другие риски.

Кроме этого, хеджирование – изначально затратная деятельность¹, причем заключение срочных контрактов с целью хеджирования требует осуществления долгосрочных инвестиций. Для защиты будущих доходов компаниям необходимо нести определенные издержки уже в настоящем времени. Поэтому принятие решения о целесообразности хеджирования того или иного риска должно быть основано на оценке величины потенциальных потерь, которые компания может понести в случае отказа от хеджа.

Эффективная программа хеджирования не ставит целью полностью устранить риск; она разрабатывается для того, чтобы трансформировать риск из неприемлемых форм в приемлемые. Оптимальная для компании структура риска устанавливает компромисс между выгодами от хеджирования и его стоимостью. Если потенциальные потери незначительны (например, мало влияют на доходы фирмы), выгоды от хеджирования могут оказаться меньше, чем затраты на его осуществление; в этом случае компании лучше воздержаться от хеджирования.

Хорошо построенная программа хеджирования уменьшает как риск, так и затраты. Согласно самым общим рекомендациям, выбранная стратегия хеджирования должна иметь следующие свойства:

- быть доступной в плане использования определенных инструментов срочного рынка;
- не затрагивать существенным образом основную деятельность компании;
- не заменять ценовой риск кредитным;
- не быть слишком дорогостоящей и т.д.

Эффективность же хеджирования может быть оценена только в контексте – бессмысленно говорить о доходности или убытках операций хеджирования в отрыве от основной деятельности компаний на спот-рынке.

ГЛАВА 4.

ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ СРОЧНОГО РЫНКА

При нормальном уровне развития финансовой системы страны объем рынков производных инструментов значительно превышает объем рынков базовых активов. В России ситуация диаметрально противоположная – рынок производных ценных бумаг находится в зачаточном состоянии. Среди причин недостаточного развития рынка деривативов обычно называют как недостаточное разнообразие ликвидных финансовых инструментов и отсутствие достаточного количества кредитоспособных участников финансового

¹ Источниками издержек являются комиссионные платежи, разница цен покупки и продажи, гарантийный депозит, взимаемый биржей для обеспечения выполнения своих обязательств участниками сделки, вариационная маржа и т.д.

рынка, так и наличие нерыночных ограничений, таких как жесткий валютный контроль и негибкая налоговая система.

Разумеется, развитию рынка производных финансовых инструментов в России прежде всего мешает отсутствие экономической основы, т.е. отсутствие объективного экономического интереса у субъектов российской экономики. Наиболее активными участниками срочного рынка в настоящий момент являются спекулянты, а ведь основой срочного рынка должны быть операции по хеджированию рисков. В России совершенно не развиты финансовые институты, традиционно являющиеся опорой срочного рынка в других странах, – страховые компании, различного вида фонды и т.д. Культура страхования рисков у российских фирм практически отсутствует. Однако не менее существенные причины недостаточного развития срочного рынка лежат в области несовершенства законодательства и регулирования. Так, сделки с кредитными деривативами¹ пока вообще не имеют специального законодательного регулирования в России.

Срочный рынок характеризуется особой природой предметов сделок. Их список не является закрытым и по мере возникновения новых торгуемых инструментов постоянно расширяется. Отличительной характеристикой срочного рынка является то, что большинство конструкций его сделок ранее мировой практике не было известно. Основная их часть не была знакома и мировой экономике, их появление было вызвано развитием экономики как науки. В связи с этим для данных сделок пока не разработано правовое регулирование, и юриспруденция как российская, так и зарубежная вынуждена пользоваться для разрешения возникающих споров имеющимся правовым аппаратом. Такое положение отнюдь не способствует развитию рынка и является уникальным примером юридической ничтожности всех сделок, заключаемых в целой области экономики.

До настоящего времени в России не принят закон "О производных финансовых инструментах". Среди видов ценных бумаг, указанных ГК РФ [9], отсутствуют форвардные, фьючерсные и другие срочные контракты, правда приведенный в ГК РФ перечень ценных бумаг, находящихся в гражданско-правовом обращении, не носит исчерпывающего характера. В настоящее время он существенно дополняется как законами, так и многочисленными подзаконными актами. Так, в ФЗ "О рынке ценных бумаг" к эмиссионным ценным бумагам отнесен опциона эмитента. Опцион эмитента – именная

¹ Кредитные деривативы – производные инструменты, предназначенные для управления кредитными рисками. Они позволяют отделить кредитный риск от всех других рисков, присущих конкретному инструменту, и перенести такой риск от продавца риска к покупателю риска. Основной набор таких инструментов – это особые сконструированные свопы, производные бумаги, привязанные к кредитным рискам, и т.д.

эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и/или при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента.

Российское налоговое законодательство до сих пор не имеет четкой концепции налогообложения производных финансовых инструментов. Действующие нормы законодательства устанавливают порядок налогообложения отдельных видов финансовых инструментов - фьючерсов, опционов и форвардных контрактов, но более сложные финансовые операции остаются "за кадром", так как специальные правила налогообложения для них не установлены. В их отсутствие российские налоговые органы применяют общие правила налогового законодательства, не учитывающие специфику данных операций. Это нередко приводит к тому, что применение финансовых инструментов, широко используемых в международной практике, становится в России нерентабельным с точки зрения налоговых затрат.

До недавнего времени режим налогообложения для участников сделок с деривативами был единым, не зависимо от того, заключались ли они с целью хеджирования (уменьшения риска изменения рыночной цены предмета сделки) или с целью игры на разнице курсов, являлся ли контрагент российским или иностранным юридическим лицом, имел ли он статус кредитной организации или профессионального участника рынка ценных бумаг и т.д. Однако с вступлением в силу 25 главы Налогового кодекса РФ [8] в законодательстве был в какой-то мере восполнен этот пробел.

В НК РФ под **срочными сделками** понимаются сделки, исполнение которых осуществляется сторонами не ранее третьего рабочего дня после дня их заключения. **Финансовыми инструментами срочных сделок (ФИСС)** признаются соглашения участников срочных сделок, не предполагающие поставку базисного актива, но определяющие порядок взаиморасчетов сторон сделки в будущем в зависимости от изменения цены или иного количественного показателя базисного актива по сравнению с величиной указанного показателя, которая определена (либо порядок определения которой установлен) сторонами при заключении сделки, а также соглашения участников срочных сделок (сторон сделки), определяющие их права и обязанности в отношении базисного актива, в том числе фьючерсные, опционные, форвардные контракты. Статья 8 Закона РФ от 20 февраля 1992 г. № 2383-1 "О товарных биржах и биржевой торговле" [13] указанным контрактам (сделкам) дает следующие определения:

- форвардная сделка – это взаимная передача прав и обязанностей в отношении реального товара с отсроченным сроком его поставки;

- фьючерсная сделка – это взаимная передача прав и обязанностей в отношении стандартных контрактов на поставку биржевого товара (любой товар, кроме недвижимости и объектов интеллектуальной собственности, до-

пущенный биржей к биржевой торговле);

- опционная сделка – это уступка прав на будущую передачу прав и обязанностей в отношении биржевого товара или контракта на поставку биржевого товара.

При определении фьючерсных, опционных и форвардных контрактов, иных финансовых инструментов для налогообложения можно также руководствоваться п.2.3.1 Положения о требованиях к операциям, связанным с совершением срочных сделок на рынке ценных бумаг, утвержденного постановлением ФКЦБ России от 27.04.01 г. № 9 [11], согласно которому под **фьючерсными контрактами** понимаются:

- договоры купли-продажи эмиссионных ценных бумаг или опционов с исполнением сторонами соответствующих обязательств в определенный момент (дату) в будущем, предусматривающих также обязанность сторон уплачивать до их исполнения вариационную маржу (поставочные фьючерсные контракты);

- договоры об уплате вариационной маржи (расчетные фьючерсные контракты).

Под **опционом** понимаются:

- договоры на покупку (продажу) прав у лица, обязанного по опциону, в определенный момент (дату или период) указанных эмиссионных ценных бумаг или опционов за обозначенную цену, и покупку прав на получение от этого лица вариационной маржи (поставочные опционы на покупку или продажу);

- договоры на получение от лица, обязанного по опционам, вариационной маржи (расчетные опционы).

Форвардный контракт согласно п.16 Методических рекомендаций [10] – это контракт, связанный с взаимной передачей прав и обязанностей в отношении базового актива с отсроченным сроком его поставки.

НК РФ более широко, чем Положение [11], трактует термин "**базисный актив**". Так, в Положении [11] под базисным активом понимаются только эмиссионные ценные бумаги, допущенные к обращению хотя бы через одного организатора торговли на рынке ценных бумаг и включенные в перечень эмиссионных ценных бумаг, устанавливаемый ФКЦБ России, а также опционы и сводные индексы. В статье 301 НК РФ не предусмотрено таких ограничений – в качестве базисного актива могут выступать, в частности, иностранная валюта, ценные бумаги, товары, имущественные права, процентные ставки, кредитные ресурсы, индексы цен или процентных ставок, а также другие инструменты срочных сделок.

Как правило, ни форвардные, ни фьючерсные, ни опционные контракты не предполагают реальной поставки базисного актива. Если же такая поставка предполагается, то организация вправе квалифицировать контракт не

как срочную сделку, а как сделку на поставку предмета с отсрочкой исполнения.

Операция с финансовым инструментом считается законченной в тот день, когда были исполнены обязанности по ней, а именно:

- произведена поставка базисного актива;
- проведен окончательный взаиморасчет по финансовому инструменту;
- совершена операция, противоположная ранее проведенной (например, для покупки базисного актива противоположной операцией считается его продажа).

Все операции с ФИСС в НК РФ разделены на **обращающиеся и необращающиеся**, причем не указана сфера обращения ФИСС - организованный рынок ценных бумаг или просто организованный рынок. Чтобы финансовые инструменты были признаны обращающимися на свободном рынке, должны одновременно соблюдаться два условия:

- порядок заключения, обращения и исполнения этих сделок устанавливается организатором торговли, имеющим на это право в соответствии с законодательством Российской Федерации или иностранного государства;
- информация о ценах финансовых инструментов публикуется в средствах массовой информации (в том числе электронных) или может быть предоставлена уполномоченным лицом в течение 3 лет после даты совершения операции.

Под **организатором торговли** в отношении финансовых инструментов срочных сделок следует понимать организатора торговли на рынке ценных бумаг, понятие которого приведено в статье 9 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг".

В соответствии с пунктом 5 статьи 301 НК РФ под операциями **хеджирования** понимаются операции с ФИСС, совершаемые в целях компенсации возможных убытков, возникающих в результате неблагоприятного изменения цены или иного показателя объекта хеджирования, при этом под объектами хеджирования признаются активы и (или) обязательства, а также потоки денежных средств, связанные с указанными активами и (или) обязательствами или с ожидаемыми сделками. Для того, чтобы подтвердить, что финансовый инструмент был куплен (продан) в целях хеджирования, необходимо составить расчет, показывающий, что данная операция привела (или приведет в будущем) к снижению возможных убытков по сделкам с объектом хеджирования.

Подтверждением цели операции с финансовым инструментом срочных сделок (например, страхование ценового, валютного, кредитного, процентного или иного вида рисков) могут быть описанные в подтверждающем расчете планируемые действия налогоплательщика относительно объекта хеджирования (покупка, продажа, иные действия), а также прогнозируемый размер возможных убытков (недополученной прибыли), которую налого-

платательщик получил бы через определенный срок в обычных условиях по сделкам с объектом хеджирования в случае, если бы операция с финансовым инструментом срочных сделок не проводилась.

При квалификации сделки как операции хеджирования следует иметь в виду, что хеджер:

- должен быть непосредственно связан с поставляемым (приобретаемым) товаром (работой, услугой) по роду своей деятельности;
- должен осуществить операции как с объектом хеджирования, так и с финансовым инструментом срочных сделок, базисным активом которого должен быть объект хеджирования.

Порядок учета операций хеджирования для целей налогообложения определяется 25 главой НК. При условии оформления операций хеджирования с учетом требований пункта 5 статьи 301 Налогового кодекса доходы по таким операциям с финансовыми инструментами срочных сделок увеличивают, а расходы уменьшают налоговую базу по другим операциям с объектом хеджирования.

Налогоплательщик выделяет для отдельного налогового учета операции с финансовыми инструментами срочных сделок, заключенные с целью компенсации возможных убытков, возникающих в результате неблагоприятного изменения цены или иного показателя базового актива (объекта хеджирования).

Расчет составляется налогоплательщиком по каждой операции хеджирования отдельно и содержит следующие данные:

- описание операции хеджирования, включающее наименование объекта хеджирования, типы страхуемых рисков (ценовой, валютный, кредитный, процентный и другие риски), планируемые действия относительно объекта хеджирования (покупка, продажа, иные действия), финансовые инструменты срочных сделок, которые планируется использовать, условия исполнения сделки;
- дата начала операции хеджирования, дата ее окончания и (или) ее продолжительность, промежуточные условия расчета;
- объем, дата и цена сделки (сделок) с объектом хеджирования;
- объем, дата и цена сделки (сделок) с финансовыми инструментами срочных сделок;
- информация о расходах по осуществлению данной операции.

Аналитический учет ведется раздельно по сделкам, совершаемым с финансовыми инструментами срочных сделок, обращающимися на организованном рынке, и по сделкам с финансовыми инструментами срочных сделок, не обращающимися на организованном рынке, а также по сделкам, заключенным с целью с хеджирования.

Статья 302 НК РФ устанавливает, как должны формироваться доходы и расходы по операциям с финансовыми инструментами, которые обращаются на организованном рынке.

Доходом по таким операциям признается сумма вариационной маржи, которую организация должна получить в отчетном (налоговом) периоде. Кроме того, в состав доходов следует включать все иные суммы, причитающиеся к получению в отчетном (налоговом) периоде по указанным финансовым инструментам. Если для одной из сторон сделки перечисленные суммы являются доходами, то другая сторона должна включать их в состав своих расходов. Кроме указанных, к расходам относятся также любые другие затраты, которые возникли у организации при проведении операций с финансовыми инструментами, обращающимися на организованном рынке.

Расходы, осуществление которых связано с совершением операций с финансовыми инструментами срочных сделок, обращающихся на организованном рынке ценных бумаг, подразделяются на:

- однократно производимые расходы в торгах (открытие клиентского счета или открытие специального счета депо или раздела счета депо для хранения обеспечения под открытые позиции);
- расходы, непосредственно связанные с совершением операций с ценными бумагами.

К основным **расходам**, которые непосредственно связаны с совершением операций с биржевыми фьючерсными и опционными контрактами при исполнении контрактов путем осуществления взаиморасчетов, относятся биржевой сбор (комиссия биржи), клиринговый сбор (комиссия клиринговой организации за проведение клиринговых процедур), комиссия брокера, взимаемая за каждую операцию и премии по сделкам с опционами. Для контрактов, связанных с осуществлением поставки базисного актива, учитываются также следующие расходы:

- депозитарный сбор (комиссия депозитария при исполнении поставочных контрактов);
- расходы, связанные с переводом неденежных активов для исполнения поставки (базисного актива по сделке).

Кроме того, при совершении операций с финансовыми инструментами срочных сделок могут возникать расходы, непосредственно не связанные с их приобретением или реализацией, к которым можно отнести расходы на информационное обеспечение, уплачиваемые бирже либо информационному агентству, комиссию брокера, взимаемую периодически (например, ежемесячно).

Что касается свопов, то данные сделки явно недостаточно известны на российском рынке. Какая-либо законодательная регламентация этих сделок, легальное определение, равно как и их юридический анализ полностью отсутствуют. Однако следует заметить, что такое положение существует не

только в России. В США Комиссия по срочной биржевой торговле¹ сделала официальное заявление о том, что она не станет осуществлять юрисдикцию на рынке операций своп.

С другой стороны, такие сделки, как **валютные свопы**, активно используются Центральным банком РФ в качестве одного из инструментов денежно-кредитной политики [14]. Так, валютные свопы и операции прямого и обратного РЕПО применяются в целях краткосрочного влияния на ликвидность банков наряду с другими инструментами со сроками преимущественно от 1 до 7 дней – депозитными операциями, ломбардными кредитами, внутридневными кредитами и кредитами "овернайт". При валютном свопе происходит первоначальное перечисление, через некоторое время возврат основной суммы (т.е. кассовая и форвардная сделки) и перечисления вариационной маржи, исчисляемой посредством зачета рыночной процентной ставки по обоим валютам (процентные ставки по валютам всегда различаются).

В связи с растущим спросом на операции по хеджированию валютных рисков Центральный банк РФ принимает активное участие в разработке и совершенствовании нормативно-правовой базы срочного валютного рынка.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Срочный рынок является наиболее интересным, слабо регулируемым (ввиду своей динамичности) и быстроразвивающимся сектором финансового рынка. Инструменты, используемые на срочном рынке, кроме участия в операциях, преумножающих капитал, призваны увеличивать скорость оборота финансовых вложений, страховать ответственность и риски участников. Таких целей очень трудно достичь при больших сроках банковских расчетов, жестком контроле со стороны государства над операциями участников, высоком налоговом бремени (когда налогом облагается каждая сделка), значительных трудностях (из-за длительности сроков) привлечения к ответственности участников рынка. До кардинального изменения экономической и политической ситуации в нашей стране срочный рынок не имеет больших перспектив развития.

¹ Комиссия по срочной биржевой торговле (CFTC) регулирует фьючерсную и опционную торговлю, а своп имеет много общего с фьючерсом.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998.
2. Буренин А.Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки. М.: Тривола, 1994.
3. Ибрагимова Л.Ф. Рынки срочных сделок. Начальный курс. М.: Русская деловая литература, 1999.
4. Пензин К.И. Современное состояние и тенденции развития мирового рынка биржевых опционных контрактов // Рынок ценных бумаг. № 15. 2001.
5. Салыч Г.Г. Опционные, фьючерсные и форвардные контракты: сверхприбыльные инвестиции в период инфляции. М.: Изд-во МГУ, 1994.
6. Чесноков А.С. Инвестиционная стратегия, опционы и фьючерсы. М.: АО ЦИТП, 1993.
7. Закон РФ от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" (с изменениями, внесенными Федеральным законом от 28 декабря 2002 г. № 185-ФЗ).
8. Налоговый кодекс Российской Федерации, часть вторая от 5 августа 2000 г. № 117-ФЗ (с изменениями от 30 марта, 9 июля 1999 г., 2 января, 5 августа, 29 декабря 2000 г., 24 марта, 30 мая, 6, 7, 8 августа, 27, 29 ноября, 28, 29, 30, 31 декабря 2001 г., 29 мая, 24, 25 июля, 24, 27, 31 декабря 2002 г., 6, 22, 28 мая, 6, 23, 30 июня, 7 июля 2003 г.).
9. Гражданский кодекс Российской Федерации (с изм. и доп. от 20 февраля, 12 августа 1996 г., 24 октября 1997 г., 8 июля, 17 декабря 1999 г., 16 апреля, 15 мая, 26 ноября 2001 г., 21 марта, 14, 26 ноября 2002 г., 10 января, 26 марта 2003 г.).
10. Приказ МНС РФ от 20 декабря 2002 г. № БГ-3-02/729 "Об утверждении Методических рекомендаций по применению главы 25 "Налог на прибыль организаций" части второй Налогового кодекса Российской Федерации".
11. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 27 апреля 2001 г. № 9 "Об утверждении Положения о требованиях к операциям, связанным с совершением срочных сделок на рынке ценных бумаг".
12. Письмо ГКАП РФ от 30 июля 1996 г. № 16-151/АК "О форвардных, фьючерсных и опционных биржевых сделках".
13. Закон РФ от 20 февраля 1992 г. № 2383-I "О товарных биржах и биржевой торговле" (с изменениями от 24 июня 1992 г., 30 апреля 1993 г., 19 июня 1995 г., 21 марта 2002 г.).
14. Постановление Государственной Думы Федерального Собрания РФ от 11 декабря 2002 г. № 3364-III ГД "Об Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2003 год".