

О рынке производных инструментов в России

К. В. Пензин,

эксперт ММВБ. канд. технических наук

Как известно, не бывает полноценной рыночной экономики без возможности хеджирования для ее участников, без развитого рынка деривативов¹ выполняющего важную функцию риск-менеджмента субъектов экономики. Бурный рост мирового рынка производных инструментов в полной мере подтверждает этот тезис. В российских условиях развитие этого рынка особенно актуально ввиду существенной нестабильности отечественной экономики, развитие которой сопровождается кризисами и высоким уровнем рисков на финансовых рынках. К сожалению, почти 10-летний период российских рыночных реформ так пока и не ознаменовался становлением рынка производных инструментов.

Немного истории²

История российского рынка деривативов относительно коротка, однако она сумела вместить в себя и периоды относительного расцвета, и череду болезненных кризисов.

Началом работы российского *биржевого рынка стандартных контрактов*³ можно считать запуск торговли фьючерсами на доллар США в октябре 1992 г. на Московской товарной бирже (МТБ). Несколько позже, а именно в марте 1994 г., были запущены регулярные электронные торги на Московской центральной фондовой бирже (МЦФБ). Еще одной крупной площадкой на биржевом рынке деривативов стала Российская биржа (РБ), которая в июне 1995 г. предложила систему организации торгов, сочетающую в себе элементы «голосовых» и электронных систем торговли. Фьючерсные биржи были созданы также в Санкт-Петербурге и Новосибирске, но объем торгов на них был существенно ниже. Помимо фьючерсов на доллар США, на биржах были запущены торги стандартными контрактами на ГКО и акции российских предприятий.

Начальному этапу становления рынка стандартных контрактов сопутствовал целый ряд проблем. Это и практически полное отсутствие надлежащей правовой базы, государственного регулирования и мониторинга рынка, и разнородный состав участников с различным уровнем риск-менеджмента, и ограниченные финансовые ресурсы организаторов торгов, помноженные на слабый уровень их корпоративного контроля и управления.

Преодоление этого «букета» проблем оказалось не под силу молодому рынку. В октябре 1994 г. МЦФБ объявила о своей несостоятельности, а в сентябре 1995 г. свернула торги и МТБ, не смогла выполнить своих обязательств перед участниками торгов. Российской бирже, которая сравнительно успешно функционировала до мая 1998 г., также

¹ Derivatives – устоявшееся в англоязычной литературе обобщенное название финансовых и товарных производных инструментов. Подробнее см.: Рынок ценных бумаг. – 2000. – ____ – С. 16-23.

² Использованы материалы Управления срочного рынка ММВБ.

³ Стандартными биржевыми контрактами принято считать фьючерсные, опционные контракты и опционы на фьючерсы.

не удалось достичь долговременной стабильности. Действия руководства биржи привели к несостоятельности и отзыву лицензии.

Еще одной крупной торговой площадкой на рынке фьючерсов стала в сентябре 1996 г. Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), начавшая торги фьючерсами на доллар США. Позже на бирже были введены в обращение фьючерсы на корпоративные бумаги и фондовый индекс.

Относительно стабильный период развития рынка стандартных контрактов ММВБ продолжался до конца октября 1997 г. Дальнейшее функционирование рынка стало осложняться нарастающими кризисными явлениями в экономике. С наступлением 1998 г. резко возросли кредитные, расчетные, рыночные риски. Несмотря на эти сложные условия, биржа не только своевременно и в полном объеме проводила все расчеты, но и продолжила развитие, превзойдя результаты 1997 г. Среднедневной оборот биржевого рынка стандартных контрактов ММВБ в июне 1998 г. достигал 120 млн. долл., а объем открытых позиций приблизился к 1 млрд. долларов¹.

Кризис 17 августа 1998 г. вынудил ММВБ приостановить все операции со срочными инструментами. Было нарушено одно из необходимых условий проведения срочных операций – наличие адекватного залогового обеспечения, большая часть которого вносилась участниками рынка в форме ГКО.

Внебиржевой рынок форвардных контрактов в основном служил для хеджирования рисков нерезидентов на рынке ГКО-ОФЗ. Большинство форвардных контрактов относилось к числу беспоставочных с исполнением путем выплаты разницы между контрактной ценой и курсом доллара США на дату исполнения, сложившимся на "фиксинге" ММВБ.

Гибкость условий контрактов и отсутствие ежедневного клиринга стали теми причинами, которые перевесили недостатки внебиржевых контрактов – кредитные риски контрагентов, малую прозрачность рынка, в том числе для регулирующих органов. Объем форвардных позиций летом 1997 г. оценивался в 30-35 млрд. долл.², при этом риски этих сделок, как потом выяснилось, были существенно недооценены.

Сыграли свою роль и недостатки регулирования форвардного рынка, в частности, связанные с системой учета забалансовых обязательств банков. В итоге объем обязательств по форвардным контрактам стал чрезмерно большим и превратился в существенный фактор риска для всей банковской системы. Этот фактор в числе прочих привел после августа 1998 г. к системному банковскому кризису и полному свертыванию операций на форвардном рынке.

В настоящее время данный сегмент рынка практически полностью отсутствует, большая часть обязательств по форвардным контрактам до сих пор не урегулирована.

Причины неудач

В чем причины столь плачевного итога восьмилетнего развития рынка деривативов в России?

Основной причиной является **незрелость рыночных отношений в России, узость и изолированность финансовых рынков.**

¹ Годовой отчет. – ММВБ. – 1998.

² Возможны лишь приблизительные экспертные оценки объема обязательств по форвардным контрактам, сделанные, в том числе, на основании доли нерезидентов на рынке ГКО-ОФЗ. Точные цифры получить трудно, поскольку срочные обязательства считались забалансовыми и зачастую не отражались в отчетности банков. Оценки общего объема обязательств по форвардам варьировались от 10 млрд. долл. до 70 млрд. долларов.

Опыт развития мировых финансовых рынков свидетельствует о том, что все они развиваются параллельно, и в принципе не может быть надежного и стабильного рынка деривативов без должного развития других финансовых рынков и экономики страны в целом. Даже при наличии явной потребности не может быть обеспечено существенное снижение рисков в условиях развивающейся и нестабильной экономики.

С другой стороны, неудачи рынка были предопределены **недостаточным осознанием необходимости развития и регулирования этого рынка, его места и роли в формируемой рыночной экономике России**. Следствием этого явилась хаотичность развития, отсутствие целостной нормативной базы и должного надзора за рынком, низкий уровень риск-менеджмента.

В августовском 1998 г. коллапсе рынков деривативов, вызванном неспособностью государства обслуживать собственные долги, нет ничего необычного. Гипотетический отказ от обслуживания американским правительством своих долговых обязательств привел бы к мгновенному коллапсу американских фьючерсных рынков, несмотря на все уровни защиты, выстроенные риск-менеджментом.

Ряд злоупотреблений, в частности увод залогового капитала на РБ, а также прохладное в целом отношение участников рынка к риск-менеджменту сыграли не последнюю роль в развале рынка.

Кроме всего прочего, у нас до сих пор фактически отсутствует ряд основных рыночных и инфраструктурных условий существования рынка стандартных биржевых контрактов.

Становление рынка деривативов тормозит **неразвитость рынков базовых активов**. Организованные товарные рынки энергоносителей, сельхозпродукции и металлов практически отсутствуют. Валютный рынок достаточно жестко регулируется, колебания курсов валют во многом определяются действиями Банка России. Рынок государственных ценных бумаг неоправданно мал. Фондовый рынок так пока и не оправился от краха 1998 г. Ликвидными являются всего несколько «голубых фишек», в том числе акции РАО «ЕЭС России» и ОАО «Газпром».

Затрудняет развитие рынка производных инструментов **отсутствие целостной нормативной базы**. Законодательно не определено понятие «производная ценная бумага». Арбитражные суды признают форвардные сделки сделками «пары», лишая тем самым добросовестных участников рынка исковой защиты. Отсутствует единая система государственного регулирования рынка стандартных контрактов. Основные регулирующие организации – МАП, ФКЦБ и Банк России пока не могут разделить сфер компетенции. МАП в лице Комиссии по товарным биржам (КТБ) полагает, что регулирование рынка контрактов должно быть единым и не зависеть от базового актива. В Банке России и ФКЦБ предлагают делить рынки по базовым активам, считая сферой своей компетенции контракты на иностранную валюту, фондовые активы, включая акции и индексы. Пока же регулирования фактически нет. Неопределенность субъекта регулирования самым негативным образом влияет на развитие рынка.

Система налогообложения физических лиц на срочном рынке фактически отсутствует. Операции с деривативами не упоминаются в действующих нормативных актах по налогообложению физических лиц. Неопределенность налогообложения не способствует привлечению мелких участников на рынок.

Отсутствие надежных отечественных клиринговых банков, которым большинство потенциальных участников доверили бы свои залоговые средства, является существенным тормозом для развития рынка стандартных контрактов. Слабость банковской системы в целом затрудняет предоставление биржам крупных кредитных

линий на случай чрезвычайных обстоятельств, обеспечение «родительских» гарантий клиринговым членам, а также применение других мер финансовой безопасности, распространенных в мировой практике.

Биржевой рынок деривативов в России, видимо, будет в ближайшей перспективе по большей части спекулятивными. *Культура финансового менеджмента*, предусматривающая страхование части рисков с использованием биржевых и внебиржевых финансовых контрактов, пока не свойственна большинству российских предприятий. Соответственно снижается потребность в рынках деривативов. Хеджеров нам только предстоит растить.

Биржевой рынок срочных контрактов возрождается

Если внебиржевой рынок деривативов в силу большого объема неурегулированных обязательств и существенных кредитных рисков сегодня остается парализованным, то на биржевом рынке наметились первые подвижки. При этом вышеперечисленные проблемы во многом определяют ту мучительность, с которой происходит развитие российского рынка производных инструментов.

Проект запуска фьючерсных торгов на доллар и евро на вновь образованной Объединенной бирже реконструкции и развития (ОБРР) был свернут из-за низкого интереса участников. Запуск торгов фьючерсными и опционными контрактами на доллар, евро и курс акций РАО «ЕЭС России» на Санкт-Петербургской валютной бирже (СПВБ) также пока не привел к положительному результату – ни по одному из инструментов не достигнута ликвидность торгов. Не суждено было сбыться планам Европейско-Азиатской биржи начать в конце июня 2000 г. торги фьючерсами на акции ведущих российских эмитентов.

Но даже эти неудачи свидетельствуют о том, что активность на биржевом срочном рынке существенно возросла. Оптимизма добавляет тот факт, что и государство, очевидно, осознало важность срочного рынка для экономики. Нынешняя активная деятельность законодательных и регулирующих органов России по разработке и принятию важных нормативных положений финансового рынка, в частности, федерального закона «О биржах и биржевой деятельности», а также новых условий налогообложения, дает основания надеяться, что российский рынок стандартных контрактов получит, наконец, надежный правовой фундамент.

Одной из бирж, которая добилась существенного успеха на российском рынке деривативов в посткризисный период, стала фондовая биржа «Санкт-Петербург». Своими настойчивыми и последовательными действиями бирже удалось сформировать ликвидный рынок фьючерсных контрактов на акции РАО «ЕЭС России», который остается лидером на российском рынке стандартных контрактов. На этой же бирже постепенно набирают обороты рынки фьючерсных контрактов на акции ОАО «Газпром», АО «Сургутнефтегаз». По планам биржи, именно рынок деривативов на фондовые активы, включая индексы, останется основной специализацией срочной секции биржи и в будущем.



Рис.1 Открытая позиция по контракту на акции РАО «ЕЭС России» (биржа «Санкт-Петербург»)

17 ноября 2000 г. после более чем двухлетней паузы возобновились фьючерсные торги на ММВБ. Биржа кардинальным образом пересмотрела гарантийную систему своего рынка стандартных контрактов с целью минимизации воздействия внешних рисков. Теперь залоговое обеспечение принимается только в денежной форме и должно покрывать максимально возможный убыток участника по открытым контрактам, могущий возникнуть за два торговых дня. Гарантийная система стала существенно более консервативной, однако в дальнейшем биржа планирует перейти к более либеральным условиям маржирования по мере стабилизации общеэкономической ситуации и развития рынка.

На ММВБ запущены торги одно-, двух- и трехмесячными расчетными фьючерсными контрактами на курс доллара США. Первые недели работы показали интерес к этому инструменту и устойчивую динамику его роста.

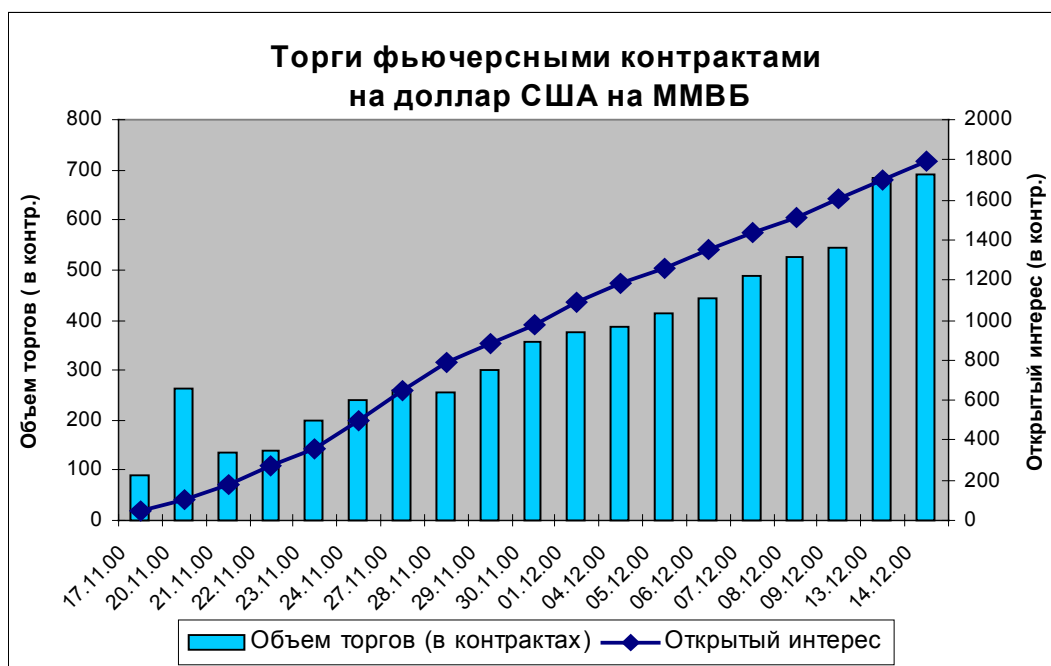


Рис. 2. Торги фьючерсными контрактами на доллар США на ММВБ

Валютные срочные контракты были и, по-видимому, останутся в течение определенного времени основными на российском срочном рынке. При этом существует ряд проблем. Произошедшее в последнее время снижение волатильности курса доллара естественным образом уменьшает потребность в хеджировании валютного риска с помощью фьючерсных контрактов. Доминирующая роль Банка России на валютном рынке, при всех очевидных общеэкономических дивидендах, затрудняет определение долгосрочных валютных рисков и переводит срочную торговлю в разряд короткой и потенциально инсайдерской.

Рост экономики и значительные золотовалютные резервы сводят к минимуму вероятность резкой девальвации рубля в краткосрочной перспективе. Однако более отдаленные перспективы не столь определены. Поэтому долгосрочное хеджирование колебаний валютного курса с помощью полугодовых и годовых контрактов, которые с развитием рынка планирует ввести ММВБ, является оправданным.

Торговля контрактами на российские активы происходит и на зарубежных биржах, но не отличается особой активностью. Основные причины – отдаленность торговых площадок, относительная дороговизна контрактов (большая маржа) и трудности легального использования зарубежных контрактов российскими резидентами.

Наиболее известный из зарубежных контрактов – на российский рубль на Чикагской товарной бирже – практически не торгуется. На начало декабря 2000 г. открытые позиции – 30 контрактов. Весной 2000 г. была предпринята попытка возродить торговлю, вдвое были снижены требования по начальной марже. Но все закончилось единичными сделками. Контракт все еще весьма дорог, начальная маржа составляет 17% стоимости контракта, что примерно в 10 раз больше, чем по евро и английскому фунту стерлингов.

Другим заметным зарубежным контрактом является контракт на RTX (Венская биржа) – индекс 8 «голубых фишек», торгуемых в Российской торговой системе. Заметная активность торгов фьючерсами и опционами на этот индекс, имевшая место в 1998 г., в настоящее время существенно снизилась и эпизодически возрастает лишь накануне экспирации контрактов (рис. 3). Контракт в настоящее время очень дорог – начальная маржа составляет 30%. Опционы на индекс RTX практически не торгуются.

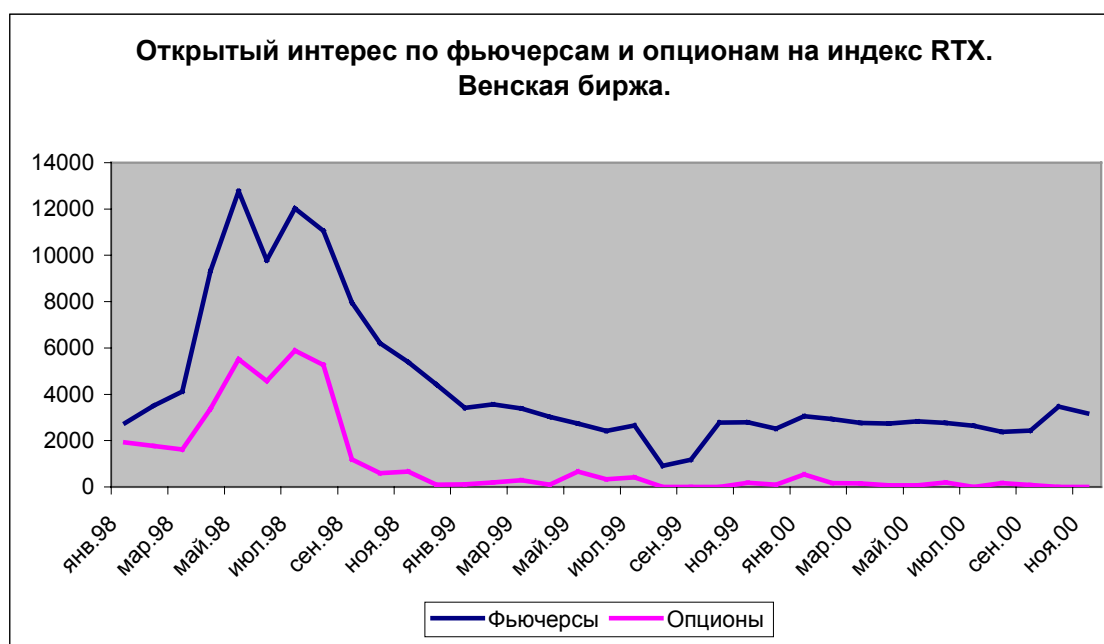


Рис.3 Открытые позиции по фьючерсным и опционным контрактам на индекс RTX (Венская биржа)

Перспективы рынка

Перспективы развития рынка стандартных контрактов в России – весьма актуальная тема. И не только потому, что рынок находится в начале своего становления, но и потому, что этап спонтанного развития у нас уже прошел, и сейчас действия государства и профессионального сообщества по развитию рынка должны быть согласованными, продуманными и ориентированными на долгосрочную перспективу.

Какие контракты необходимы и интересны рынку? Сегодня и завтра. На какие базовые активы они должны торговаться? Может ли по ним быть достигнута ликвидность? Какова российская специфика этого рынка?

Не претендуя на полноту, приведем перечень основных условий достижения ликвидности торгов стандартными контрактами: рынок базового актива контракта должен быть развитым; рынок базового актива должен быть достаточно волатильным. Если рынок излишне устойчив, интерес к фьючерсным торгам уменьшается; рынок базового актива должен быть информационно прозрачным. Трейдеры торгуют фьючерсами, основываясь на информации о спот-рынке; основной объем базового актива для поставки должен находиться у достаточно большого числа участников для предотвращения контроля за рынком и манипулирования ценами со стороны группы участников; биржа должна обеспечить минимальную ликвидность контракта (в том числе назначением маркет-мейкеров). Трейдеры хотели бы быть уверенными, что смогут завершить контракт по рыночной цене; контракт должен быть экономически оправдан, в торговле контрактом должны быть заинтересованы все или большинство типов инвесторов (спекулянтов, хеджеров, арбитражеров); финансовое состояние и репутация биржи – организатора торгов должны быть безупречными.

Исходя из этих условий, рынок стандартных контрактов в настоящее время имеет шансы развиваться лишь на ведущих российских биржах, а базовым активом может быть либо американская валюта, либо ликвидные акции ведущих российских компании («голубых фишек»), либо один из фондовых индексов. У остальных базовых активов иметь производные пока шансов нет. Но в перспективе они неизбежно возникнут.

Какие же основные группы контрактов появятся в будущем на российском срочном рынке?

С развитием долгового рынка возникнет необходимость введения **стандартных контрактов на процентные активы**: государственные облигации; высоконадежные корпоративные облигации; ставки межбанковских кредитов; депозитные ставки.

Сектор процентных инструментов является доминирующим на международном биржевом рынке стандартных контрактов. Процентные инструменты – основная специализация бирж деривативов. Этот факт обусловлен, прежде всего, широчайшей базой участников этого рынка – большинство субъектов развитых экономик так или иначе вовлечены в процесс кредитования (заимствования) денежных средств и вынуждены заниматься финансовым планированием. Подобная специализация бирж порождается также природой контрактов на процентные активы, которые, как правило, существенно длиннее валютных и более приспособлены для биржевых торгов.

Существенного роста можно ожидать на **рынке стандартных контрактов на фондовые активы**. Ведущими инструментами в этом секторе в соответствии с мировыми тенденциями могут быть: фьючерсы и опционы на фондовые индексы; опционы и в меньшей степени фьючерсы на отдельные акции.

Инструменты на фондовый индекс предназначены в основном для институциональных инвесторов, в том числе банков, страховых компаний и инвестиционных фондов, хеджирующих рыночные риски своих фондовых портфелей. С развитием российского фондового рынка, становлением крупных институциональных инвесторов инструменты на фондовый индекс будут весьма востребованными.

Опционы (подробнее о них чуть позже) и фьючерсы на отдельные акции в основном предназначены для мелких индивидуальных инвесторов, все активнее выходящих сегодня на мировой фондовый рынок. Бурное развитие интернет-трейдинга на фондовом рынке России может сделать очень перспективными эти инструменты.

На *срочном валютном рынке* в среднесрочной перспективе имеют шансы торговаться лишь инструменты на две валюты – доллар США и евро. Однако в дальнейшем нельзя исключить, что с повышением роли азиатских стран в мировой экономике, с возрастанием их экономических контактов с Россией возникнет потребность в контрактах на иену, юань и рупию.

Предстоит развивать российский рынок *товарных стандартных контрактов*, обеспечивающий прозрачное внутреннее ценообразование на такие важнейшие стратегические товары, как нефть и нефтепродукты, электроэнергия, металлы, зерно и пр. Этот рынок является ключевым в структуре рыночной экономики, и государство должно быть заинтересовано в его всемерном развитии. Но на этом пути еще много проблем, в том числе фундаментальных. Территориальная, ведомственная и корпоративная раздробленность внутрироссийских рынков стратегических товаров не позволяет рассчитывать на скорый рост соответствующих срочных биржевых рынков.

Отдельно об опционах

Вся предшествующая история российского рынка стандартных контрактов в основном связана с фьючерсными контрактами. Рынок же в определенном смысле уникальных срочных инструментов – опционов практически не развивался. А между тем объем общемировой биржевой торговли опционами уже практически сравнялся с объемом фьючерсной торговли, хотя биржевому рынку опционов нет еще 30 лет. И этому есть веские причины.

Опционы являются несравненно более гибкими инструментами по сравнению с фьючерсами и все больше используются институциональными инвесторами для оптимизации доходности своих портфелей активов. Уникальность и возможности опционов – в их асимметричности, как по платежам, так и по обязательствам сторон контракта.

Покупка опционов идеально подходит для мелких частных инвесторов. Риск ограничен уплаченной премией, а доходность не ограничена. Причем инвесторы могут играть как на повышающемся, так и на понижающемся рынке (опционы call и put). Покупатели не обязаны исполнять условия контракта в части поставки, а также могут сохранять позиции при любых изменениях конъюнктуры базового актива без увеличения убытков и необходимости восполнения залоговых средств.

Вместе с тем нельзя забывать, что опционы относятся к инструментам с высоким уровнем риска. Если вложить деньги в акции, то потерять все практически невозможно, но если вложить те же деньги в опционы на эти акции, то их можно потерять за день.

Большая часть мирового объема торгов опционами приходится на акции и фондовые индексы (86%). Наиболее стремительно растет торговля опционами на акции. Если в 1996 г. мировой объем торгов опционами на акции составлял 286,3 млн. контрактов, то в 1999 г. объем достиг 700,3 млн. Подобного бурного роста не наблюдается

ни в одном другом секторе биржевого рынка стандартных контрактов. Причинами этому является стремительное развитие фондового рынка и приход на него благодаря развитию Интернета и дисконтных брокерских услуг большого количества мелких инвесторов, которые занимаются хеджированием и спекуляциями с опционами при минимальных вложениях средств.

Практически во всем мире на акции торгуются опционы, а не фьючерсы. Это объясняется не только законодательными ограничениями, как в США, где торговля фьючерсами на акции запрещена соглашением Шэда-Джонсона, но и рыночными возможностями опционов.

На рынке опционных контрактов институциональные инвесторы являются, как правило, продавцами опционов и получают при заключении контракта премию. Хотя их риск в принципе неограничен, крупные профессиональные игроки в состоянии рассчитать риски и «достаточность» рыночной премии, а при необходимости и застраховать свои опционные позиции с целью получения пусть небольшого, но стабильного источника дохода от данного вида операций. Мелких частных инвесторов, которые, как правило, выступают покупателями опционов, привлекает ограниченный риск опционных контрактов, возможности прибыльного хеджирования небольших фондовых портфелей, а также отсутствие обязательства исполнять заключенный опционный контракт.

В то же время институциональные инвесторы редко используют фьючерсы на отдельные акции для хеджирования своих широко диверсифицированных фондовых портфелей ввиду необходимости проведения большого числа транзакций с большими совокупными издержками. Препятствием для использования индивидуальными инвесторами фьючерсных контрактов на акции является неограниченный риск фьючерсного контракта без покрытия, а также обязательность исполнения контракта.

Однако безоблачность на рынке опционов – кажущаяся. Асимметричность опционов ставит в неравные условия покупателей и продавцов этих контрактов. Продавцы получают ограниченную доходность и неограниченный риск при обратном соотношении у покупателей.

Для достижения ликвидности опционных рынков, для привлечения продавцов на него необходимо наличие рыночных механизмов хеджирования «коротких» опционных позиций. А это требует определенного уровня развития инфраструктуры и инструментария финансового рынка в целом.

Именно отсутствие механизмов хеджирования опционных позиций (наряду с налоговыми проблемами) тормозит развитие российского рынка опционов.

К примеру, короткая позиция по опциону put на акцию хеджируется «короткой продажей» этой же акции на фондовом рынке. Исследователи полагают, что именно через механизм «коротких продаж» взаимодействуют опционный рынок и рынок акций. А на российском фондовом рынке пока нет развитого института «коротких продаж».

Хеджирование коротких позиций по опционам call и put может быть осуществлено внесением в залог безрисковых активов типа государственных облигаций, приносящих продавцу опциона постоянный доход помимо премии. Но для этого необходим признанный и развитый институт безрисковых активов, который, как выяснилось, был в России лишь до революции.

Устоявшейся практикой является хеджирование опционных позиций с помощью других опционных контрактов. Но для этого нужен развитый и ликвидный рынок опционов. Круг замкнулся.

Опционный рынок может, конечно, существовать и без хеджирования коротких опционных позиций. Но при этом он не будет отличаться ликвидностью из-за высокого уровня премий, в которые будет заложен весь риск продавцов контрактов. Такие контракты будут неоправданно дороги для покупателей.

Таким образом, рынок опционов может успешно развиваться лишь в «дружественном» окружении других секторов финансового рынка.

Заключение

Действия по развитию российского рынка производных инструментов в России должны быть выверенными и комплексными. Здесь совпадают интересы и государства, и участников рынка. Очередной неудачи допустить нельзя – следующее фиаско на рынке деривативов может окончательно похоронить попытки возрождения этого рынка. И тогда отечественные спекулянты останутся на поле маржинальной торговли акциями, а немногочисленные отечественные и зарубежные хеджеры будут страховать свои риски за пределами России.

Развитие рынка производных инструментов в России имеет еще один важный аспект. Использование деривативов для страхования валютных рисков, рисков фондового рынка и рынка госдолга даст серьезный толчок развитию этих рынков, всего финансового рынка в целом, привлечет новых участников, прежде всего консервативных инвесторов, для которых нынешний уровень рыночных рисков является неприемлемым.