



ПАВЕЛ СОЛОВЬЕВ

Управление товарного рынка ММВБ

## СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ В РАЗВИТИИ БИРЖЕВОГО РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ: ПРЕИМУЩЕСТВА И ОПАСНОСТИ

На последнее десятилетие XX в. пришлось наиболее существенные инфраструктурные и структурные изменения организованного рынка производных финансовых инструментов (ПФИ) и сложились главные тенденции его дальнейшего развития. В последние годы процесс инфраструктурных преобразований на мировом финансовом рынке резко ускорился. Это связано прежде всего с глобализацией финансовых рынков, возросшей конкуренцией между самими биржами, а также между биржами и организованными внебиржевыми рынками и альтернативными торговыми системами.

### ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ

Конкуренция, требуя повышения объема и качества предоставляемых услуг и снижения их стоимости, приводит к невозможности нормального существования бирж в традиционном статусе некоммерческих организаций. Существенные затраты на реорганизацию, внедрение

современных технологий, создание и развитие новых рынков требуют дополнительного финансирования.

Одним из основных решений этой проблемы является придание биржам открытой рыночной формы управления, коммерциализация их деятельности, превращение в публичные компании, а также выход на фондовый рынок со своими акциями с целью привлечения инве-

стиций для развития. Эта тенденция названа в США *demutualization*, т. е. выведения торговых систем из общего в частное владение, отделение права собственности от членства на бирже. Первичная цель данного процесса состоит в уменьшении контроля со стороны биржевых посредников — членов биржи в сфере стратегического позиционирования биржи: биржевые посредники заинтере-



сованы в первую очередь в максимизации собственных доходов от торговых операций, что может служить препятствием для предоставления услуг остальным участникам торгов с максимальной эффективностью. Побочным эффектом процесса *demutualization* является расширение возможностей биржи по привлечению дополнительного капитала, а также по оптимизации структуры доходов/расходов биржи.

Коммерциализация и превращение в публичные компании срочных и фондовых бирж активно осуществляется в настоящее время. Согласно исследованию *bta Consulting*, осуществленному в начале 2001 г., 79% бирж, находящихся в общей собственности, имели намерения осуществить переход к частной форме собственности в течение ближайших нескольких лет<sup>1</sup>. Аналогичные данные были получены в результате опроса, проведенного в октябре 2000 г. на конференции Международной федерации бирж *FIBV*<sup>2</sup>: 78% респондентов — представителей бирж ответили, что ими уже было утверждено решение или активно рассматривается вопрос о реорганизации биржи и переходе к частной форме собственности (табл. 1).

90-е годы XX в. ознаменовались усилением процесса консолидации и укрупнения биржевого бизнеса. Основные цели этого процесса: повышение эффективности деятельности, сокращение операционных издержек путем объединения родственных биржевых систем (управление, торговые, клиринговые и расчетные системы, кросс-листинг и кросс-маржирование), координация развития, предоставление расширенных возможностей участникам торгов. При этом выделяются процессы как вертикальной, так и горизонтальной интеграции. Примеры слияний, присоединений и альянсов в сфере биржевых институтов на рынке ПФИ приведены в табл. 2.

## ТЕХНОЛОГИЧЕСКИЕ ИЗМЕНЕНИЯ

Определяющей тенденцией в инфраструктурных изменениях последних лет является автоматизация биржевой торговли, переход от «голосовых» систем биржевой торговли к электронным. Многие срочные биржи, созданные в конце XX в., изначально организовывали торги через электронные системы. Так, первой биржей с полностью электронной торговой системой стала Новозеландская бир-

жа фьючерсов и опционов (*NZFOE*), запустившая торги в 1985 г. Изначально были автоматизированы торги на Немецкой срочной бирже (*DTB*), созданной в 1989 г.

По данным председателя СВOT Д. Бреннана, в 1995–1998 гг. объем электронных фьючерсных торгов в мире вырос на 100%, в то время как объем голо-совой торговли сократился на 17%.

Следствием автоматизации торговых систем на биржевом рынке ПФИ стало зарождение еще одной тенденции, на-

прямую из торговой системы биржи в режиме реального времени и самостоятельно вводить заявки в торговую систему биржи.

## СТРУКТУРНЫЕ СДВИГИ

Постепенно зарождается еще одна важная тенденция, способная в некотором смысле объединить биржевой и внебиржевой рынки. Рост внебиржевого рынка производных инструментов, его ограниченная прозрачность и концент-

Таблица 1. БИРЖИ, ОСУЩЕСТВИВШИЕ ПРЕОБРАЗОВАНИЕ В КОММЕРЧЕСКИЕ ОРГАНИЗАЦИИ

Период	Биржи
1992 г.	Новозеландская биржа фьючерсов и опционов (NEW ZEALAND FUTURES AND OPTIONS EXCHANGE)
1993 г.	Стокгольмская фондовая биржа (STOCKHOLM STOCK EXCHANGE)
1995 г.	Фондовая биржа Хельсинки (HELSINKI STOCK EXCHANGE)
1996 г.	Копенгагенская фондовая биржа (COPENHAGEN STOCK EXCHANGE)
1997 г.	Амстердамская биржа (AMSTERDAM EXCHANGES)
	Итальянская биржа (BORSA ITALIANA)
1998 г.	Австралийская фондовая биржа (AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE)
1999 г.	Фондовая биржа Сингапура (STOCK EXCHANGE OF SINGAPORE)
	Сингапурская международная валютная биржа (SINGAPORE INTERNATIONAL MONETARY EXCHANGE)
	Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов (LONDON INTERNATIONAL FINANCIAL FUTURES EXCHANGE)
2000 г.	Фондовая биржа Торонто (TORONTO STOCK EXCHANGE)
	Монреальская биржа (BOURSE DE MONTREAL)
	Чикагская товарная биржа (CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE)
	Нью-Йоркская товарная биржа (NEW YORK MERCANTILE EXCHANGE)
	Сиднейская фьючерсная биржа (SYDNEY FUTURES EXCHANGE)
2001 г.	Гонконгская биржа (HONG KONG EXCHANGES)
	Виннипегская товарная биржа (WINNIPEG COMMODITY EXCHANGE)
2002 г.	Токийская фондовая биржа (TOKYO STOCK EXCHANGE)
	Будапештская фондовая биржа (BUDAPEST STOCK EXCHANGE)

Примечание: Чикагской торговой палатой (*Chicago Board of Trade*) был утвержден план преобразования.

званной в зарубежной литературе «дезинтермедиацией» (*disintermediation*), т. е. тенденцией к устранению посредников, промежуточных звеньев из процесса заключения сделок и коммуникаций между участниками рынка. Данные изменения стали возможны благодаря появлению новых торговых технологий, в том числе на рынке ПФИ — систем прямого доступа в торговые системы бирж, прежде всего брокерских торговых систем, подключаемых к так называемым биржевым шлюзам. Юридически системы прямого доступа не устраняют необходимости в посредниках — членах срочных бирж: все сделки, заключаемые членами биржи и их клиентами через брокерские системы, поступают в торговую систему биржи от лица членов биржи. Однако технически системы прямого доступа предоставляют участникам торгов (клиентам членов биржи) возможность получать информацию

в относительно небольшом числе институтов увеличивает системный риск. Осуществление клиринговыми палатами срочных бирж клиринга по внебиржевым инструментам может привести к снижению рисков по операциям с ними. Практическим примером действий в этом направлении может служить инициатива Лондонской клиринговой палаты (*LCH*) по клирингу внебиржевых свопов в специализированной системе *Swapclear*. Аналогичный клиринг сделок со свопами и *FRA* уже организован и действует в Швеции на *OM Stockholm Exchange*. В ноябре 1999 г. *EUREX* ввела в качестве новой услуги клиринг внебиржевых инструментов на 1- и 3-месячные ставки *Euribor*.

В качестве отдельной тенденции, касающейся структуры биржевого рынка производных финансовых инструментов, следует указать появление новых инстру-

<sup>1</sup> bta Consulting. Demutualization Survey. February 2001.

<sup>2</sup> FIBV — фр. аббр. от *International Federation of Stock Exchanges*, недавно переименованной в *World Federation of Exchanges*.



Таблица 2. СЛИЯНИЯ, ПРИСОЕДИНЕНИЯ И АЛЬЯНСЫ БИРЖ НА РЫНКЕ ПФИ

Период	Биржи и процессы	Результат
СЕВЕРНАЯ АМЕРИКА		
Август 1994 г.	Слияние крупнейших товарных бирж Нью-Йорка: Нью-Йоркской товарной биржи (NEW YORK MERCANTILE EXCHANGE INC – NYMEX) и Товарной биржи Нью-Йорка (COMMODITY EXCHANGE INC – COMEX)	ОБРАЗОВАНИЕ крупнейшей в мире товарной биржи NEW YORK MERCANTILE EXCHANGE, осуществляющей торговлю производными инструментами на нефть и природный газ, драгоценные и цветные металлы, электричество, др.
Июнь 1998 г.	Слияние двух бирж: Биржи кофе, сахара и какао (COFFEE, SUGAR & COCOA EXCHANGE INC. – CSCE) и Нью-Йоркской хлопковой биржи (NEW YORK COTTON EXCHANGE – NYCE), включая дочерние структуры последней – подразделение по торговле инструментами на цитрусовые продукты CITRUS ASSOCIATES, финансовое подразделение FINEX и Нью-Йоркскую фьючерсную биржу (NEW YORK FUTURES EXCHANGE)	ОБРАЗОВАНИЕ Нью-Йоркской торговой палаты (NEW YORK BOARD OF TRADE – NYBOT), организующей торговлю инструментами на сельскохозяйственную продукцию, валюту, финансовые инструменты и индексы и являющейся крупнейшей в мире биржей по торговле производными инструментами на сахар
Ноябрь 2001 г.	Учреждение чикагскими биржами: CBOE, CME, CBOT – совместного предприятия ONECHICAGO, LLC	Создание единой чикагской биржи по торговле фьючерсами на отдельные ценные бумаги и фондовые индексы с узкой базой расчета. Члены бирж CBOE, CME, CBOT являются членами ONECHICAGO
Ноябрь 2003 г.	Реализация соглашения о создании Общей клиринговой системы бирж CME/CBOT (CME/CBOT COMMON CLEARING LINK)	Предоставление Клиринговой палатой Чикагской товарной биржи (CME CLEARING HOUSE) Чикагской торговой палате (CBOT) клиринговых и связанных услуг по инструментам, обращающимся на CBOT
Латинская Америка		
Май 1991 г.	Слияние бразильских бирж: первой в стране Товарной биржи Сао-Паулу (BOLSA DE MERCADORIAS DE SAO PAULO – BMSP) и Товарно-фьючерсной биржи (BOLSA MERCANTIL & DE FUTUROS – BM&F)	ОБРАЗОВАНИЕ объединенной Товарно-фьючерсной биржи (BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS – BM&F)
Июнь 1997 г.	Присоединение к Товарно-фьючерсной бирже (BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS, BM&F) Бразильской фьючерсной биржи (BOLSA BRASILEIRA DE FUTUROS – BBF)	ОБРАЗОВАНИЕ крупнейшей в Латинской Америке и входящей в десятку лидеров в мире срочной биржи Товарно-фьючерсной биржи (BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS – BM&F)
Европа		
1991 г.	Приобретение MEFF SOCIEDAD HOLDING DE PRODUCTOS FINANCIEROS DERIVADOS SA 100% акций двух испанских срочных бирж MEFF SA и MOFEX, переименованных в MEFF RENTA FUA (торговля процентными фьючерсами и опционами) и MEFF RENTA VARIABLE (торговля фондовыми фьючерсами и опционами)	ОБРАЗОВАНИЕ группы бирж MEFF SA – Испанской биржи финансовых фьючерсов и опционов, организующей торговлю ПФИ на финансовые активы. Окончательное объединение бирж в октябре 1999 г. в соответствии с решением совета директоров об объединении менеджмента и деятельности MEFF RENTA FUA и MEFF RENTA VARIABLE
1992 г.	Объединение LIFFE с рынком опционов LTOM Лондонской фондовой биржи	Диверсификация бизнеса LIFFE. Превращение LIFFE в одну из крупнейших срочных бирж в мире. LIFFE переименована в Лондонскую международную биржу финансовых фьючерсов и опционов (LONDON INTERNATIONAL FINANCIAL FUTURES AND OPTIONS EXCHANGE), сохранив прежнюю аббревиатуру
1996 г.	Присоединение к LIFFE Лондонской товарной биржи (LONDON COMMODITY EXCHANGE – LCE)	
Декабрь 1996 г.	Подписание Немецкой биржей (DEUTSCHE BORSE AG) и Швейцарской биржей (SWISS EXCHANGE) протокола о намерениях слияния своих дочерних срочных бирж: Немецкой срочной биржи (DEUTSCHE TERMINBORSE – DTB) и Швейцарской опционной и фьючерсной биржи (SWISS OPTIONS AND FINANCIAL FUTURES EXCHANGE – SOFFEX)	Создание крупнейшей европейской биржи производных инструментов EUREX, вышедшей по объемам торговли с 1999 г. на 1 место в мире
1998 г.	Завершение процесса слияния DTB и SOFFEX, создание дочерней клиринговой палаты (EUREX CLEARING)	
1997 г.	Слияние Фондовой биржи Хельсинки (THE HELSINKI STOCK EXCHANGE LTD) и Финской биржи ценных бумаг и производных инструментов (SOM LTD, FINNISH SECURITIES AND DERIVATIVES EXCHANGE, CLEARING HOUSE)	ОБРАЗОВАНИЕ единой Биржи ценных бумаг и производных инструментов Хельсинки (HEX LTD, HELSINKI SECURITIES AND DERIVATIVES EXCHANGE, CLEARING HOUSE)
1997 г.	Слияние Амстердамской фондовой биржи (AMSTERDAM STOCK EXCHANGE) с Европейской биржей опционов (EUROPEAN OPTION EXCHANGE)	ОБРАЗОВАНИЕ единой Амстердамской биржи (AMSTERDAM EXCHANGES), объединяющей наличный рынок и рынок ПФИ; предоставляющей клиринговые, расчетные и депозитарные услуги
Декабрь 1997 г.	Слияние Венской фондовой биржи (VIENNA STOCK EXCHANGE) и Австрийской биржи фьючерсов и опционов (AUSTRIAN FUTURES & OPTIONS EXCHANGE – OTOB)	ОБРАЗОВАНИЕ Венской биржи (WIENER BORSE AG), объединяющей наличный рынок и рынок ПФИ
Январь 1998 г.	Подписание соглашения о сотрудничестве между фондовыми биржами Копенгагена и Стокгольма (COPENHAGEN STOCK EXCHANGE & STOCKHOLM STOCK EXCHANGE)	Создание биржевого альянса – NOREX Альянс – для обеспечения торгов ценными бумагами и ПФИ в единой торговой системе
1998 г.	Подписание срочными биржами: французскими MATIF, MONEP, испанской MEFF и итальянской MIF – соглашения EURO-GLOBEX	Создание торговой системы, позволяющей совместно осуществлять торговлю рядом срочных инструментов
Декабрь 1998 г.	Слияние HEX LTD, HELSINKI SECURITIES AND DERIVATIVES EXCHANGE, CLEARING HOUSE и Финского центрального депозитария (FINNISH CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY LTD)	ОБРАЗОВАНИЕ группы HELSINKI EXCHANGES GROUP OYJ (HEX GROUP)
1998–1999 гг.	Слияние трех шведских бирж: OM STOCKHOLM AB, Стокгольмской фондовой биржи и PML AB	ОБРАЗОВАНИЕ единой Стокгольмской биржи (STOCKHOLMBORSEN)
Июнь 1999 г.	Объединение французских срочных бирж MATIF SA и MONEP SA с Парижской фондовой биржей	ОБРАЗОВАНИЕ единой Парижской биржи (PARISBOURSESBF SA), объединяющей рынок ПФИ и наличный рынок. Функции клиринга и расчетов возложены на дочернее подразделение биржи – CLEARNET SA
1999 г.	Подписание соглашения между EUREX и финской группой HEX (HELSINKI EXCHANGES GROUP LTD)	Включение наиболее важных продуктов HEX в листинг EUREX с включением членом финской биржи в члены EUREX
1999 г.	Слияние Бельгийской фьючерсной и опционной биржи (BELGIAN FUTURES AND OPTIONS EXCHANGE – BELFOX) и Брюссельской фондовой биржи (BRUSSELS STOCK EXCHANGE)	ОБРАЗОВАНИЕ единой Брюссельской биржи (BRUSSELS EXCHANGES), объединяющей наличный рынок и рынок ПФИ
Март 2000 г.	Слияние двух португальских бирж: Лиссабонской фондовой биржи (LISBON STOCK EXCHANGE ASSOCIATION – ABVL) и Срочной биржи Порто (OPORTO DERIVATIVES EXCHANGE ASSOCIATION – ABDP)	ОБРАЗОВАНИЕ единой Фондовой биржи Лиссабона и Порто (BOLSA DE VALORES DE LISBOA E PORTO – BVLP)
Сентябрь 2000 г.	Слияние Парижской (PARISBOURSESBF SA), Амстердамской (AMSTERDAM EXCHANGES) и Брюссельской (BRUSSELS EXCHANGES) бирж	ОБРАЗОВАНИЕ единой европейской биржи EURONEXT NV, в рамках которой произошло интегрирование торговой, клиринговой и расчетной систем фондовых, срочных и товарных рынков трех бирж. Функционирование биржи через три отделения: EURONEXT AMSTERDAM, EURONEXT BRUSSELS, EURONEXT PARIS

## Окончание таблицы 2.

Период	Биржи и процессы	Результат
Июнь 2000 г.	Присоединение Исландской фондовой биржи (ICELAND STOCK EXCHANGE) к NOREX ALLIANCE	Расширение биржевого альянса NOREX ALLIANCE
Декабрь 2000 г.	Подписание норвежской биржей Oslo Bors соглашения о присоединении к NOREX ALLIANCE	
2001 г.	Присоединение к европейской бирже Euronext биржи LIFFE	Формирование лондонского отделения биржи – Euronext.LIFFE, отвечающего за организацию торговли ПФИ в рамках всей структуры Euronext
Февраль 2002 г.	Присоединение к европейской бирже Euronext португальской биржи BVLP	Формирование португальского отделения биржи – Euronext LISBON
	Подписание соглашения между Варшавской фондовой биржей (WARSAW STOCK EXCHANGE – WSE), открывшей торги ПФИ в январе 1998 г., и Euronext о кросс-членстве и кросс-доступе к торгам	Соглашение позволяет членам WSE получить доступ к инструментам, обращающимся в Euronext, а членам последней – к инструментам WSE
2002 г.	Создание четырьмя испанскими фондовыми биржами (VALENCIA, BARCELONA, BILBAO, MADRID STOCK EXCHANGES), двумя срочными биржами (MEFF SA и FC&M (FUTUROS DE CTRICOS Y MERCADERIAS DE VALENCIA)) и Клиринговой и расчетной службой (CLEARING AND SETTLEMENT SERVICE – SCLV) холдинговой компании – Испанской биржи	Образование единой группы испанских бирж – Испанской биржи (BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES – BME), холдинговая компания которой осуществляет стратегическое координирование деятельности и развития входящих в группу бирж
Декабрь 2003 г.	Слияние Лондонской клиринговой палаты (LONDON CLEARING HOUSE – LCE) с CLEARNET – дочерней клиринговой организацией биржи Euronext	Образование группы LCH.CLEARNET GROUP – крупнейшей группы клиринговых палат – центральных контрагентов в Европе
<b>Азиатско-Тихоокеанский регион</b>		
1992 г.	Присоединение (покупка) Новозеландской биржи фьючерсов и опционов (NZFOE) к Сиднейской фьючерсной бирже (SFE)	Создание единой торговой системы
Декабрь 1998 г.	Слияние двух малазийских фьючерсных бирж: Товарной биржи Куала Лумпур (KUALA LUMPUR COMMODITY EXCHANGE – KLCE) и ее дочернего подразделения – Малазийской валютной биржи (MALAYSIA MONETARY EXCHANGE – MME)	Образование единой Малазийской товарно-валютной биржи (COMMODITY AND MONETARY EXCHANGE OF MALAYSIA – COMMEK)
Декабрь 1999 г.	Слияние Сингапурской фондовой биржи (SES) и Сингапурской международной валютной биржи (SIMEX)	Образование Сингапурской биржи (SINGAPORE EXCHANGE)
Март 2000 г.	Слияние Гонконгской фьючерсной биржи (HONG KONG FUTURES EXCHANGE – HKFE), включая дочернюю Клиринговую корпорацию (HKFE CLEARING CORPORATION), вместе с Фондовой биржей Гонконга (THE STOCK EXCHANGE OF HONG KONG LTD) и Гонконгской Клиринговой компанией (HONG KONG SECURITIES CLEARING COMPANY)	Образование вертикально интегрированной структуры HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED (HKEX)
Декабрь 2000 г.	Слияние SFE с AUSTRACLEAR LIMITED. Объявление о намерении создать холдинговую компанию, управляющую SFE и ее клиринговой палатой (SFECH). Рассматривается возможность объединения с Австралийской фондовой биржей (AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE LTD – ASX)	Создание единой централизованной клиринговой и расчетной системы для производных, внебиржевых долговых инструментов и товарных продуктов Австралии и Новой Зеландии. Возможность создания одной из крупнейших бирж в Азиатско-Тихоокеанском регионе
2001 г.	Объявление SFE и HKEX о стратегических намерениях по развитию совместных торговли и клиринга на биржевых и внебиржевых рынках данного региона	Формирование единой торгово-расчетной системы региона
Июнь 2001 г.	Слияние двух малазийских срочных бирж: COMMEK и Биржи опционов и финансовых фьючерсов Куала Лумпур (KUALA LUMPUR OPTIONS AND FINANCIAL FUTURES EXCHANGE – KLOFFE)	Образование единой Малазийской срочной биржи (MALAYSIA DERIVATIVES EXCHANGE – MDEX)
<b>Африка</b>		
Июль 2001 г.	Присоединение к Южноафриканской фондовой бирже (JSE SECURITIES EXCHANGE SOUTH AFRICA) Южноафриканской фьючерсной биржи (SOUTH AFRICAN FUTURES EXCHANGE – SAFEX)	Преобразование SAFEX в подразделение JSE SECURITIES EXCHANGE – JSE DERIVATIVES DIVISION
<b>Межконтинентальные альянсы и поглощения</b>		
1998 г.	Создание биржами CME, MATIF и SIMEX объединения GLOBEX® Alliance для осуществления межконтинентальной торговли главными инструментами бирж в единой торговой системе	Альянс позволяет осуществлять непрерывную торговлю производными инструментами. В настоящее время альянс включает: CME, Euronext IV, подразделение по торговле ПФИ Сингапурской биржи (SINGAPORE EXCHANGE – DERIVATIVES TRADING), Испанскую биржу финансовых фьючерсов и опционов (MEFF), Монреальскую биржу (BOURSE DE MONTREAL) и BM&F
Август 1999 г.	Объявление CME и LIFFE о намерении объединить свои электронные торговые системы	Обеспечение возможности одновременной работы на двух площадках
Октябрь 1999 г.	Подписание соглашения между CBOT и EUREX по созданию совместной торговой системы – Alliance EUREX/CBOT (A/C/E)	Обеспечение доступа ко всем продуктам двух ведущих мировых бирж. Совместная торговая система начала свою работу 27 августа 2000 г.
Март 2001 г.	Анонсирование совместного предприятия NASDAQ LIFFE MARKETS, LLC (NQLX), учрежденного NASDAQ и LIFFE	Формирование независимой биржи по торговле фьючерсами на отдельные ценные бумаги, обращающиеся на NASDAQ и NYSE
Июнь 2001 г.	Поглощение Лондонской биржи IPE американской Интернет-системой по торговле товарными продуктами INTERCONTINENTAL EXCHANGE (ICE)	Появление глобальной площадки по электронной торговле производными инструментами на энергоресурсы. Формирование серьезного конкурента NYMEX
Июнь 2003 г.	Подписание соглашения о совместной деятельности между Мексиканской срочной биржей (MEXICAN DERIVATIVES EXCHANGE – MexDer) и испанской MEFF	Целью соглашения является объединение усилий двух бирж по развитию рынка опционов в Мексике. В соответствии с условиями соглашения MEFF, в частности, предоставила MexDer свою торговую систему и вошла в число акционеров MexDer с долей участия 7,5%
	Подписание меморандума о понимании в сфере развития сотрудничества между NYMEX и Токийской товарной биржей (Току Коммодити Эксче인지 – ТОСОМ)	Условия меморандума включают намерения обеих бирж обеспечить общий доступ их участников ко всем обращающимся на них инструментам, а также объединить усилия по развитию новых продуктов и направлений
Февраль 2004 г.	Реализация соглашения о предоставлении услуг клиринговой организации между Клиринговой корпорацией торговой палаты (BOARD OF TRADE CLEARING CORPORATION – BOTCC) и американской дочерней структурой биржи EUREX – EUREX US	Создание альянса на американском фьючерсном рынке между одной из крупнейших в мире клиринговых палат – BOTCC и крупнейшей в мире срочной биржей – EUREX. Выход EUREX на американский рынок





ментов, заимствованных с внебиржевого рынка. В биржевую торговлю вошли внебиржевые и экзотические инструменты, а также синтетические продукты. В первую очередь это свопы — традиционный инструмент внебиржевого рынка. Организованная торговля процентными, валютными свопами, свопами на доходы и смешанными свопами уже реализована на бразильской бирже *BM&F* в специальной электронной системе торгов. На *NYMEX* функционирует электронная система переговоров (двусторонних) сделок и клиринга по свопам на энергоносители — *NYMEX ClearPort*. Еще один вид внебиржевых инструментов — форварды — был включен в торговлю на ряде бирж, в частности: обычные форварды, форварды с правом досрочного исполнения и форварды с правом замены базового актива на акции на Фондовой бирже Сан-Паулу (*Bolsa de Valores de Sao Paulo*), форварды на золото на *BM&F*, форварды на государственные облигации на *OM London Exchange* и на акции на *OM Stockholm Exchange*, соглашения о будущей процентной ставке *STIBOR* на *OM Stockholm Exchange* и *OM London Exchange*.

Среди экзотических опционов в биржевую торговлю попали следующие инструменты. Опционы *CAPS (Capped Options)* — одна из разновидностей семейства барьерных опционов, введенные в 1991 г. *CBOE* на индексы *OEX (S&P 100)* и *SPX (S&P 500)*. Для данного инструмента устанавливался уровень кэпа (максимальный уровень выплат покупателю опциона в случае благоприятного изменения цен), при достижении которого происходило автоматическое исполнение опциона. Аналогичный инструмент был запущен на Американской фондовой бирже (*American Stock Exchange*) на индексы *Major Market* и *Institutional Index*. Азиатские опционы были выпущены в обращение на норвежско-шведской энергетической бирже *NordPool (Nordic Power Exchange)*.

Новые синтетические финансовые продукты, характерные для внебиржевого рынка, представляющие собой комбинации существующих производных финансовых инструментов и отражающие определенные торговые стратегии, были введены в биржевую торговлю в конце 90-х годов XX в. Ярким примером являются дельта-нейтральные торговые продукты (*Delta-Neutral Trading Products — DNTP*), введенные в обращение на бирже *Eurex*, представляющие собой синтетические продукты, формирующие дельта-нейтральную позицию, состоящую из опциона на базовый фьючерсный контракт и фью-

черс на немецкие государственные облигации и фондовые индексы.

## ВОЗМОЖНЫЕ ПЛЮСЫ И МИНУСЫ

Перечисленные тенденции в развитии биржевого рынка ПФИ имеют положительное и отрицательное значение. Переход от общей к частной форме собственности, корпоративизация и коммерциализация срочных бирж и клиринговых организаций ведут к появлению заинтересованности менеджмента этих институтов в максимизации получаемой прибыли, а следовательно, к повышению эффективности функционирования соответствующих институтов в конкурентной среде — расширению предлагаемых услуг, кругу обращающихся инструментов, внедрению новых технологий, снижению транзакционных издержек и т. д. Коммерческая форма функционирования срочных бирж и клиринговых палат расширяет их возможности по привлечению дополнительного капитала. Однако результатом таких изменений становится увеличение вероятности банкротств биржевых институтов рынка ПФИ. В новых условиях менеджмент срочных бирж — коммерческих организаций может принять на себя избыточные существенные риски с целью максимизации прибыли, что может в случае неблагоприятного изменения условий привести к несостоятельности срочных бирж и/или клиринговых организаций.

Горизонтальная интеграция биржевого бизнеса, состоящая в объединении схожих по условиям функционирования и предоставляемым услугам организаций, ведет к увеличению ликвидности рынка ПФИ за счет объединения числа одновременно работающих участников интегрируемых рынков. Кроме того, данный тип интеграции позволяет снизить уровень транзакционных издержек за счет эффекта масштаба, а также путем создания систем кросс-маржирования или объединения гарантийных систем интегрируемых рынков. Однако, с другой стороны, горизонтальная интеграция ведет к накоплению и к консолидации финансовых рисков в рамках одной укрупненной организации или группы связанных организаций.

Вертикальная интеграция биржевого бизнеса имеет своей целью диверсификацию доходной базы создаваемой укрупненной организации и состоит в объединении организаций, предоставляющих полный круг услуг на рынке ПФИ, — от этапа совершения сделок к клирингу и расчетам по результатам заключен-

ных сделок, включая исполнение обязательств по производным инструментам, затрагивающее наличный рынок. С точки зрения участников рынка, вертикальная интеграция также ведет к сокращению транзакционных издержек, поскольку они получают весь комплекс услуг в рамках одной организации. Отрицательным моментом в данном типе преобразований на биржевом рынке ПФИ является концентрация в рамках одной организации различных финансовых рисков.

Тенденция к автоматизации биржевых торговых систем, развитие систем прямого доступа ведут к увеличению операционных возможностей срочных бирж, ускорению процесса заключения сделок с ПФИ. Это в свою очередь приводит к росту объемов торгов производными инструментами и соответствующему накоплению финансовых рисков.

Наконец, введение в обращение новых производных финансовых инструментов, в большей степени отвечающих потребностям участников рынка, повышает конкурентоспособность срочных бирж по сравнению с внебиржевым рынком ПФИ. Но индивидуализация финансовых инструментов может привести к затруднениям в применении стандартных процедур управления рисками в отношении таких инструментов и увеличению рисков организатора торгов.

Современные тенденции в развитии биржевых институтов на рынке производных финансовых инструментов, определяемые растущей конкуренцией между ними, требуют повышенного внимания к управлению возрастающими рисками и соответственно к разработке адекватных процедур и механизмов управления рисками. ■