

Финансовые инструменты

ДОХОДНОСТЬ ФИНАНСОВЫХ ТРАНСАКЦИЙ ПРИ МИНИМИЗАЦИИ РИСКОВ: ОПТИМАЛЬНОЕ РЕШЕНИЕ

Н. В. ТУЛАЙКОВ,
кандидат экономических наук,
доцент кафедры «Финансы, кредит и налогообложение»
Орловская региональная академия государственной службы,
г. Орел

Современной экономике свойственна значительная волатильность цен на многие виды финансовых операций. Несмотря на то, что форвардные и фьючерсные контракты традиционно считаются финансовыми инструментами, направленными на хеджирование (страхование) экономических рисков, они не всегда отвечают потребностям участников рынка. С развитием финансовой инженерии появились новые инструменты, предоставляющие хозяйствующим субъектам более широкий спектр возможностей для управления экономическими рисками. Наиболее рельефно проявляется корреляция деятельности кредитных организаций в дилемме «риск/доходность с использованием производных финансовых инструментов».

Так что же собой представляет рынок деривативов? Вообще говоря, существует множество переводов термина *Derivatives Market* на русский язык. Мы будем всюду использовать «прямой» перевод — рынок деривативов, поскольку данный термин значительно шире и наиболее адекватно отражает английский термин. Все остальные определения сужают само понятие деривативов.

К примеру, понятие производного финансового инструмента непосредственно связано с понятиями срочного рынка и срочной сделки. Если срочную сделку можно определить как реальную сделку с отсроченным сроком исполнения обязательств, то срочный рынок — это совокупность сделок, на котором продаются и покупаются не реальные товары, а права и обязанности в отно-

шении стандартных контрактов. Таким образом, срочный рынок характеризуется особой природой предметов сделок. Их список не является закрытым и по мере возникновения новых торгуемых инструментов постоянно расширяется. Поэтому рынок деривативов является одним из наиболее стремительно развивающихся сегментов мирового финансового рынка [1]. На Западе объемы торгов на рынке деривативов во много раз превышают объемы торгов на других сегментах рынка. Причем к определенной части рынка деривативов относятся специфические определения. Так, под срочным рынком понимается рынок деривативов, который характеризуется тем, что они подразумевают не немедленную поставку базисного актива, а поставку базисного актива и его оплату в будущем. Под рынком стандартных контрактов понимается рынок деривативов, который отличается тем, что все основные характеристики контрактов являются стандартизованными и устанавливаются биржей. Что касается рынка производных финансовых инструментов, то, как правило, его понятие включает рынок финансовых деривативов [2, с. 47]. На Западе рынок деривативов начал складываться в 1982 г. и в настоящее время он более развит, чем рынок реальных активов. Объясняется это его высокой доходностью, которая в два-три раза превышает доходность от торговли реальными финансовыми инструментами. В рамках мирового валютного рынка рынок деривативов испытывает значительный рост [5, с. 161].

Среди характерных свойств сделок с деривативами можно выделить основные:

- для проведения операций с деривативами не обязательно иметь базисный актив (например, для проведения операций с фьючерсами на нефть не обязательно иметь нефть);
- для проведения трансакций с деривативами требуются значительно меньшие суммы, в результате чего эффективность операций возрастает в несколько раз (использование эффекта рычага);
- возможность страхования рисков, связанных с хозяйственной деятельностью (страхование рисков изменения цен на ресурсы, выпускаемую продукцию, процентных ставок, валюты);
- построение индивидуальных стратегий в зависимости от прогноза поведения цен на рынке базисного актива. Существует множество стандартных инвестиционных стратегий на рынке деривативов. Выбор конкретной стратегии зависит от вашего прогноза изменения цен базисного актива. Также можно создавать свои собственные инвестиционные стратегии, комбинируя различные сочетания деривативов и базисных активов.

Срочный рынок является наиболее интересным, слабо регулируемым (ввиду своей динамичности) и быстро развивающимся сектором финансового рынка. В мировой практике срочный рынок, в зависимости от вида торгуемых инструментов, принято делить на форвардный, фьючерсный, опционный и рынок свопов.

Первоначально основной целью срочного рынка являлось страхование исполнения и неизменности условий исполнения сделок (цены, поставки и др.), однако в дальнейшем для профессиональных участников он стал источником постоянной спекулятивной прибыли. Таким образом, на настоящий момент клиенты, осуществляющие сделки с фьючерсами, подразделяются на две категории — спекулянты и хеджиры. Если первая категория — это те кто покупает фьючерсы в целях их последующей перепродажи, т. е. сам предмет контракта их не интересует, то хеджиры, напротив, непосредственно связаны с поставляемым товаром по роду своей деятельности.

Контракты на срочном рынке, как правило, характеризуются большой степенью стандартизации. Подобная стандартизация условий контракта означает, что все трейдеры мгновенно будут знать точные характеристики товара, с которым ведутся торги, без необходимости переговоров или долгих

обсуждений. Единственным условием срочного контракта, которое определяется во время торгов, является цена.

На темпы развития срочного рынка огромное влияние оказывают общая ситуация в стране, уровень развития общества и экономики. Инструменты, используемые на данном рынке, призваны увеличить скорость оборота финансовых вложений, застраховать ответственность и риски участников. Таких целей очень трудно достичь при больших сроках банковских расчетов, жестком контроле со стороны государства за операциями участников, высоком налоговом бремени (когда налогом облагается каждая сделка, а не оборот), значительных трудностях (из-за длительности сроков) привлечения к ответственности участников рынка. Таким образом, срочный рынок как совокупность взаимоотношений участников, строящихся только на взаимном доверии партнеров и ни на чем больше, до кардинального изменения экономической и политической ситуации в нашей стране не имеет больших перспектив развития.

Суть срочных сделок кратко можно свести к следующему: две фирмы договариваются о купле-продаже некоего товара (акций, валюты и т. д.) через определенный срок по фиксированной цене. Если имущество реально передается от продавца к покупателю, это один тип сделок и они пользуются судебной защитой. Есть, однако, иной тип срочных сделок — расчетные форвардные контракты, заключаемые, как правило, банками.

В таких случаях основное имущество (та же валюта) существует только на бумаге, основной валютной суммы часто вообще нет, а вся сделка сводится к тому, что одна из сторон уплачивает разницу по результатам колебаний курса валют на рынке. В расчет берется разница между контрактной стоимостью товара и рыночной стоимостью, которая станет известна по прошествии установленного в контракте срока.

Рынок производных инструментов (деривативов) в России молод. Он получил начало немногим более четырех лет назад и по своим масштабам (количеству сделок и обороту) пока уступает рынку реальных ценных бумаг [7, с. 26]. Во многом это объясняется тем, что юридическое обеспечение подобных сделок в России практически отсутствует. Исключение составляет постановление ФКЦБ, устанавливающее правила срочных сделок, которое вступило в силу с начала 2002 г. Сложившееся положение объясняется и тем, что преобладание регулирующей роли Банка России на валютном

рынке переводит срочную торговлю в разряд короткой, спекулятивной и потенциально инсайдерской. [3, с. 18]. К этому следует добавить, что в ходе финансового кризиса 1998 — 1999 гг. массовое неисполнение расчетных валютных форвардных контрактов российскими банками привело к гигантским убыткам их контрагентов — ряда крупных российских банков, существенно потерявших капитал (самый яркий пример — Внешторгбанк), а также большого числа западных финансовых учреждений, закрывших лимиты на Россию и погрозивших в судебных разбирательствах. Следствием этих событий стало то, что в России данный рынок де-факто перестал существовать, стал офшорным (ценообразование на форвардные активы на долгие годы переместилось в Лондон).

В последнее время тема деривативов вновь обрела самую широкую популярность — здесь наметились многочисленные подвижки, накопились позитивные моменты и даже некоторые прорывы, сулящие срочному рынку (а также рынку производных финансовых инструментов) переход на новый качественный уровень.

В настоящее время в России имеет обращение такой дериватив, как *Credit Linked Notes (CLN)* — кредитные ноты — это ценные бумаги, которые банк-эмитент выпускает параллельно с выдачей кредита своему заемщику. Специалисты отмечают, что «покупка кредитных нот позволяет снизить дюрацию долгового валютного портфеля, так как срок обращения составляет всего 12 — 36 месяцев, а это существенно меньше, чем у корпоративных еврооблигаций».

Игроки при вложении в ноты рискуют многим: ведь *CLN* оплачиваются только в случае погашения основного кредита, выданного банком-эмитентом. При наступлении у компании-заемщика форс-мажорных обстоятельств — банкротства или реорганизации — ноты в случае отсутствия дополнительных поручительств или гарантий будут погашены за вычетом разницы между номинальной стоимостью обязательств и фактически взысканной с должника суммой, а проценты по *CLN* будут начислены лишь за период до наступления трагического для инвестора события. Кроме того, ноты не очень ликвидны — их котировки на вторичном рынке обновляются примерно раз в месяц.

Схемы выпуска *CLN* могут быть разными. Используют схему, при которой ключевым звеном является финансовая компания, расположенная в стране с щадящим налоговым режимом или офшоре *SPV* (*special purpose vehicle*, компания специаль-

ного назначения) с независимым доверительным управляющим. Западный банк, выдавший кредит российской компании, передает права требования по этому кредиту *SPV*, которая и выпускает кредитные ноты. Участие *SPV* позволяет снять кредит с баланса первого кредитора. Продажей инвесторам бумаг, выпущенных *SPV*, занимается российский банк. Вырученные за ноты деньги получает западный банк, в том числе комиссионное вознаграждение. На этом его участие заканчивается.

Например, российская компания — заемщик, если все в порядке, погашает кредит, переводя деньги голландской компании, *SPV* рассчитывается с инвесторами. Эта громоздкая структура сделки рассчитана не на благоприятное развитие событий, а на случай дефолта, отказа заемщика платить. Тогда в дело вступает доверительный управляющий. При прекращении выплат юристы этой компании ведут переговоры с заемщиком от имени инвесторов и при необходимости подают иск в английский арбитражный суд.

Существует иная схема выпуска *CLN*, при которой нет *SPV*. Эмитентом нот является западный банк, выдавший кредит. Он же выступает в качестве платежного агента, переводя деньги, полученные в оплату кредита, инвесторам. В таких сделках в случае дефолта кредитные ноты чаще всего прекращают существование. Кредит, выданный банком-эмитентом, преобразуется в синдицированный кредит инвесторов.

В основе достижения нового качества лежат следующие положения:

1. Россия переживает несколько лет устойчивого роста экономики и развития рынков, усилилась ее геополитическая роль. Рубль становится конвертируемой валютой, он крепнет и чрезвычайно интересен для международных финансовых инвесторов, убегающих от доллара США в укрепляющиеся валюты стран с формирующимися рынками, таких как страны БРИК (Бразилия, Россия, Индия и Китай).

2. Введение Банком России бивалютной корзины привело к росту неопределенности и волатильности обменного курса рубля (в частности к доллару США), к ожиданию валютных рисков, что вызывает повышение спроса на срочные инструменты хеджирования.

3. У финансовых рынков, как известно, «короткая память»: западные банки во многом простили своих российских коллег и вновь открыли лимиты на Россию и ее финансовый сектор. Российские банки (в том числе местные «дочки» глобальных

банков) понемногу восстановили форвардные лимиты друг на друга и тоже начали котировать друг другу на срочном рынке валюты. На биржевом рынке появились такие инструменты, как валютные фьючерсы, обороты по которым быстро растут, что подтверждают данные табл. 1.

4. Удлинение сроков размещения и привлечения ресурсов российских банков (являющихся следствием запросов реального сектора экономики, заинтересованного в долгосрочных проектах) привело к востребованности процентных деривативов, хеджирующих риски изменения рублевых процентных ставок. В 2006 г. на ММВБ появились процентные рублевые фьючерсы на ставку *MosPrime*, аналогичный инструмент планирует запустить биржа РТС. В 2007 г. некоторые банки (как правило, из числа западных дочек) договорились начать котировать друг другу процентные деривативы на межбанковском рынке Москвы, и уже были заключены первые сделки по процентным и кроссвалютным свопам.

5. В 2005 — 2006 гг. активизировалась профессиональная общественная работа в сегменте срочного рынка: созданы рабочие группы Национальной валютной ассоциации (НВА) и Ассоциации российских банков в целях идентификации и решения проблем рынка деривативов, ощущается влияние авторитетных международных профессиональных ассоциаций — *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)* и *Financial Markets Association (ACI)*, с которой НВА подписала недавно Меморандум о сотрудничестве в области обмена практикой развития срочного рынка [8].

Чтобы понять место и роль российского валютного рынка конверсионных операций в структуре глобального рынка *Foreign Exchange*, обратимся к статистике, определяющей место российского валютного рынка (конверсионных операций) в структуре оборота глобального валютного рынка FOREX (табл. 2).

Рассчитано по данным: *Bank for International Settlements (BIS)*, 2008, Банк России (январь 2008).

Анализ данных позволяет сделать следующие выводы:

а) доля российского рынка в общем объеме мирового валютного рынка сравнительно мала (менее 2%), что, впрочем, примерно соответствует доле Российской Федерации в мировом ВВП;

б) российский рынок конверсионных операций в сегменте «иностранные валюты против рубля» (спотовые, или «кассовые», операции) быстро растет (на 74% с 2004 по 2006 г.), поддержанный благоприятной экспортной ценовой конъюнктурой;

в) при этом рублевый сегмент отечественного валютного рынка (в паре «Иностранная валюта — рубль») в 2004 г. был меньше, чем международный сегмент в виде конверсионных операций «иностранная валюта — иностранная валюта», например «евро — доллар», или «евро — фунт стерлингов» (к сожалению, в нашем распоряжении имеются данные только по 2004 г.);

г) в отличие от мирового валютного рынка на российском рынке доля форвардных конверсионных операций (*FX outright*) в общем обороте составляет менее 3% (во всем мире — более 33%) [9].

Таблица 1

Структура торгов срочными биржевыми контрактами по базовым активам 2007 г. (млрд руб.) *

Продукты	Месяцы						
	8-й	9-й	10-й	11-й	12-й	V	VI
Фондовые фьючерсы	214,47	222,65	275,79	406,25	326,84	333,29	380,10
В том числе							
• фьючерсы на акции	123,21	141,74	174,71	257,20	200,70	207,20	234,06
• фьючерсы на фондовые индексы	90,53	80,17	100,42	147,41	125,28	124,48	141,75
• фьючерсы на облигации	0,73	0,75	0,66	1,64	0,86	1,61	4,29
Валютные фьючерсы В том числе	99,00	108,83	150,78	118,16	96,12	97,59	114,83
• фьючерсы на курс доллара США к рублю	98,90	108,68	150,55	117,58	95,72	96,83	114,49
• фьючерсы на курс евро к доллару США, евро к рублю	0,11	0,15	0,24	0,58	0,39	0,75	0,34
Товарные фьючерсы	4,19	1,99	2,68	3,71	2,46	3,57	1,90
Процентные фьючерсы	4,27	1,66	1,34	1,99	1,57	2,95	5,18
Опционы	34,09	32,53	31,44	42,35	48,48	50,37	79,79
ВСЕГО	356,03	367,67	462,03	572,45	475,47	487,76	581,80

* По данным FORTS, ММВБ, СПВБ и Биржи «Санкт-Петербург».

Таблица 2

**Место российского рынка деривативов
в структуре международного рынка FOREX**

Средний дневной оборот по инструментам (млрд долл. США)				Общий дневной оборот*	Дневной оборот России, в процентах от мирового
<i>FX Spot</i>	<i>FX Outright forwards</i>	<i>FX swaps</i>			
29,4	0,9	7,0	37,4	1,99**	
12,4	0,13	2,3	14,7	0,7	
621	208	944	1,88	100	

*Чистый оборот, т. е. очищенный от двойного счета сделок между банками различных стран.

** 1,2% по данным Банка международных расчетов (исходя из валового оборота).

В связи с расширяющимися связями региональных банков с иностранными партнерами следует остановиться на проблеме использования производных финансовых инструментов в валютных операциях, совершаемых региональными кредитными организациями.

Региональные банки условно можно разделить на внутриориентированные и внешнеориентированные. При этом для внешнеориентированных банков характерно преобладание среди клиентов экспортно ориентированных предприятий, имеющих значительные финансовые накопления и не имеющих потребностей в краткосрочных кредитах, а также развитая международная корреспондентская сеть, особый статус по операциям с нерезидентами. Наиболее развитыми являются банковские системы городов — центров предпринимательской активности (Москва, Санкт-Петербург) и рентных регионов (Тюменская, Свердловская области и др.), в которых сосредоточен основной денежный оборот [4, с. 36].

Подобные банки обычно работают в условиях относительного избытка финансовых ресурсов (с позиции потребностей обслуживаемых экономических субъектов), которые они предпочитают размещать в иностранные активы, предпочитая доходности надежности. В итоге формируется соответствующая структура активов, характеризующаяся низкой долей работающих активов (примерно 40%), включая кредиты и займы предприятиям (примерно 25%). При этом на высоком уровне поддерживается доля низкодоходных ликвидных активов (примерно 50%), большая часть которых размещена за рубежом (примерно 45% активов).

Внешиориентированные кредитные организации, как правило, направляют аккумулируемые внутри страны ресурсы на финансирование зарубежных партнеров. Полученные дополнительные доходы от экспорта направляются на потребление, вкладываются в иностранные активы (2/3 доходов от природной ренты переводится за границу).

Сильными сторонами банковской системы рентного региона являются, прежде всего, насыщенность финансовыми ресурсами и институциональная развитость рынка банковских услуг. Однако эти преимущества часто остаются не полностью реализованными, поскольку традиционный банкинг не позволяет в полной мере обеспечить такого уровня минимизации операционных рисков, какой предоставляет использование деривативных инструментов.

Следовательно, от использования в различных банковских транзакциях деривативов для внешнеориентированных банков в значительной степени зависит, будет ли региональная банковская система в основном ликвидной, и, следовательно, изменить существующую практику упрощенного подхода к участию в международной банковской деятельности.

Эмпирические наблюдения доказывают, что на первое место по важности проблем, мешающих развитию срочного рынка (деривативов), можно поставить препятствия законодательного, юридического характера, в частности трактовку беспоставочных (расчетных) операций как сделок пари по ст. 1062 Гражданского кодекса РФ, отсутствие регламентации и должного внимания к данной проблеме со стороны регуляторов. Большинство банков указывает на проблемы налоговые (в частности на невозможность сальдировать доходы и расходы при проведении деривативных операций, например по опционам, и искажение налогооблагаемой базы, сопряженное с проведением многих сделок), а также проблемы отражения операций в бухгалтерском учете (дочки западных банков указывают на несовместимость стандартов МСФО и российских стандартов финансовой отчетности) [6, с. 38].

Препятствия в виде отсутствия торговых площадок, технологий, правил, стандартов и терминологии носят существенно менее критический характер, чем вышеназванные проблемы и, в общем-то, преодолимы в ближайшие годы,

так как их устранение зависит только от самого профессионального сообщества.

Подытоживая результаты анализа рынка банковских деривативов, следует подчеркнуть, что вопрос его дальнейшего развития денежным властям необходимо решать поэтапно, и прежде всего разработать систему судебной защиты срочных сделок через изменения в Гражданском кодексе РФ. В частности, необходимо дать определение отличия деривативов от «сделок-пари», что существенно снижает эффективность их применения.

Следует отметить, что развитие российского рынка деривативов для хеджирования валютных и кредитных рисков должно способствовать и развитию культуры всего финансового рынка, что станет основой для успешного вхождения России в систему мирохозяйственных связей. Но, несмотря на отсутствие необходимой законодательной базы, у рынка кредитных деривативов в России, как считают специалисты, есть потенциал для дальнейшего роста — их использование экономически оправдано. Инструмент действительно востребован и удобен и его дальнейшее распространение неизбежно.

Литература

1. Большой экономический словарь. М.: Институт новой экономики, 2002.
2. *Ивантер В. С.* Чтобы сохраниться в глобализации // Эксперт. 2006. № 1. С. 47.
3. *Иванова Е. В.* Финансовые деривативы. М.: Ось-89, 2005. С. 18.
4. Материалы конференции «Срочные финансовые рынки России». М., 26 — 27 мая 2002г. С. 36.
5. *Орлов С.* Экономика и банковская система региона. М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2004. С. 161.
6. *Папирян Г.* Экономика и управление банковской сферой: международный аспект. М.: Экономика, 2004. С. 38.
7. *Рудько-Силиванов В.* Деривативы и риски российской экономики // Деньги и кредит. 2006. № 12. С. 26.
8. www.bankir.ru.
9. www.cbr.ru.

РЕКЛАМА В ЖУРНАЛАХ

ИЗДАТЕЛЬСКОГО ДОМА «ФИНАНСЫ И КРЕДИТ»

Мы гарантируем Вам:

- ✓ Оперативное размещение
- ✓ Гибкую систему скидок
- ✓ Индивидуальный подход
- ✓ Особые условия для рекламных агентств.

Ваши выгоды очевидны, потому что у нас:

- ✓ Самые низкие цены
- ✓ Широкая профессиональная аудитория по всей территории России и СНГ
- ✓ Оперативная публикация рекламы осуществляется в необходимые Вам сроки
- ✓ Высокая эффективность рекламы проверена временем.

Реклама в наших журналах — прямой путь к конечному потребителю.

**Тел./факс: (495) 621-69-49,
(495) 621-91-90
(495) 621-72-79**

**[http: www.fin-izdat.ru](http://www.fin-izdat.ru)
E-mail: post@fin-izdat.ru**