

Министерство образования и науки Российской Федерации
Южно-Уральский государственный университет
Кафедра экономики и финансов

У9(2)26.я7
К231

Т.Г. Каримова

**ПРОИЗВОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ
ИНСТРУМЕНТЫ**

Текст лекций

Челябинск
Издательский центр ЮУрГУ
2014

ББК У9(2)262.29.я7
К231

Одобрено
учебно-методической комиссией
факультета экономики и управления

Рецензенты:
С.М. Осташевский, Т.В Морева

Каримова, Т.Г.
К231 Производные финансовые инструменты: текст лекций /
Т.Г. Каримова. – Челябинск: Издательский центр ЮУрГУ, 2014. –
85 с.

Учебное пособие подготовлено на основе анализа и обобщения обширного теоретического и практического материала по тематике рынка производных финансовых инструментов с учетом особенностей современного этапа развития российского фондового рынка. В пособии рассматриваются теоретические основы организации биржевого рынка и деятельности его участников, основные виды производных финансовых инструментов и особенности их обращения. Излагаются вопросы построения простых и комбинированных стратегий спекуляции и хеджирования с использованием производных финансовых инструментов. Содержание учебного пособия охватывает основные темы курса «Производные финансовые инструменты» магистерской программы «Корпоративные финансы» направление подготовки «Экономика».

ББК У9(2)262.29.я7

© Издательский центр ЮУрГУ, 2014

ВВЕДЕНИЕ

В настоящее время рынок производных финансовых инструментов является одним из наиболее динамично развивающихся сегментов финансового рынка, как в мировом масштабе, так и в российской экономике. 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. Кроме того, современное 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.

Поэтому знания рынка производных финансовых инструментов, особенностей работы с ними участников срочного рынка, организации их биржевого оборота, методов построения спекулятивных, хеджерских и арбитражных стратегий являются необходимыми для современного финансового специалиста.

Учебное пособие по содержанию соответствует государственному образовательному стандарту и может быть использовано в качестве основной литературы для обучения студентов-магистрантов по дисциплине «Производные финансовые инструменты» магистерской программы «Корпоративные финансы» направление подготовки 080100 «Экономика», а также в качестве дополнительной литературы по дисциплинам, изучающим финансовые рынки для студентов-бакалавров по направлениям подготовки 080200 «Менеджмент» и 080100 «Экономика».

Тема 1. ЭКОНОМИЧЕСКИЕ, ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ И ПРАВОВЫЕ ОСНОВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

§ 1. Рынок ценных бумаг как часть финансового рынка

Рынок ценных бумаг – совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг. Рынок ценных бумаг (фондовый рынок) выступает составной частью финансовой системы государства.

Финансовый рынок – это совокупность всех денежных ресурсов, находящихся в постоянном движении, то есть в распределении и перераспределении, под влиянием меняющегося соотношения спроса и предложения на эти ресурсы со стороны различных субъектов экономики. Его масштабы зависят от состояния и размеров общественного производства, численности и самодеятельности населения.

По структуре финансовый рынок страны состоит из трех взаимосвязанных и дополняющих друг друга рынков (рис. 1).

1. Рынок находящихся в обращении наличных денег и выполняющих их функции краткосрочных платежных средств (векселей, чеков, ...)
2. Рынок ссудного капитала – банковских кредитов.
3. Рынок ценных бумаг.

Взаимопроникновение рынка ценных бумаг и денежного рынка означает, с одной стороны, что деньги как средство платежа могут выступать в виде ценных бумаг (векселя, чеки), с другой стороны, некоторые ценные бумаги могут играть роль платежных средств.

Взаимопроникновение рынка ценных бумаг и рынка капитала означает, что, с одной стороны, капитал как средство сбережения и инвестирования может иметь вид ценных бумаг (акции, облигации), с другой стороны, некоторые ценные бумаги выполняют функции капитала.

Функции рынка ценных бумаг:

- Обеспечение притока инвестиций в экономике;
- Формирование необходимых условий для трансформации сбережений в инвестиции;
- Перераспределение финансовых ресурсов между отраслями и регионами;

- Централизация и концентрация капиталов;
- Информационная.

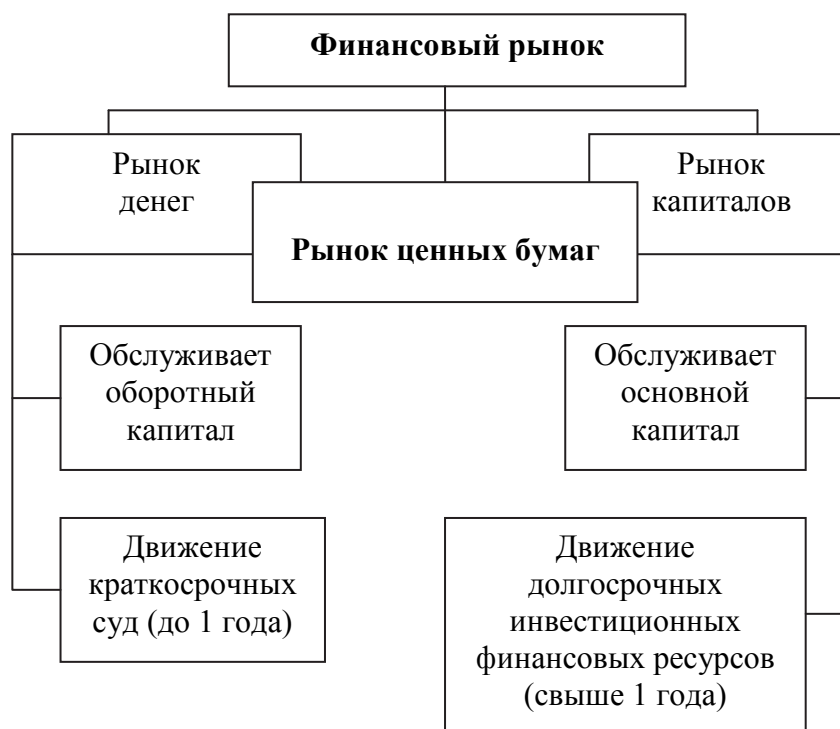


Рис. 1. Рынок ценных бумаг в системе финансового рынка

Рынок ценных бумаг имеет следующие основные характеристики:

1. Объект и объем рынка. Объектом рынка ценных бумаг выступают ценные бумаги. Объем рынка ценных бумаг составляют ценные бумаги во всем разнообразии видов, и множество операций с ними. Поэтому рынок ценных бумаг имеет значительный объем, превышающий объем рынка реальных товаров.

2. Способ образования рынка. Ценные бумаги выпускаются в обращение путем эмиссии, либо в результате договорных отношений двух или нескольких участников. В любом случае, выпуск ценных бумаг не требует финансовых, трудовых, материальных и временных затрат.

3. Значимость процесса обращения. Ценные бумаги существуют и выполняют свои функции только в процессе обращения, то есть при переходе в результате купли-продажи от одного владельца к другому. Чем длиннее процесс обращения, чем больше число стадий, тем лучше качество ценных бумаг.

§ 2. Первичный и вторичный рынок ценных бумаг

В зависимости от роли, которую играет рынок ценных бумаг в процессе воспроизводства капитала, его принято делить на первичный и вторичный.

Первичный рынок – рынок, на котором осуществляется размещение впервые выпущенных ценных бумаг. Основными его участниками являются эмитенты ценных бумаг и инвесторы. Эмитенты, нуждающиеся в финансовых ресурсах для инвестиций в основной и оборотный капитал, определяют предложение ценных бумаг на фондовом рынке. Инвесторы, ищущие выгодную сферу для применения своего капитала, формируют спрос на ценные бумаги. Именно на первичном рынке осуществляется мобилизация временно свободных денежных средств и инвестирование их в экономику. На первичном рынке происходит распределение свободных денежных средств по отраслям и сферам экономики. Критерием этого распределения в условиях рыночной экономики служит доход, приносимый ценными бумагами. Первичный рынок служит средством создания эффективной с точки зрения рыночных критериев структуры национальной экономики.

Первичный рынок предполагает размещение новых выпусков ценных бумаг эмитентами. При этом в качестве эмитентов могут выступать акционерные общества, федеральное правительство, муниципалитеты. Покупателями ценных бумаг могут являться индивидуальные и институциональные инвесторы. Хотя основой рынка ценных бумаг служит первичный рынок, его объем в развитых капиталистических странах в настоящее время относительно невелик. Выпуск акций с целью финансирования инвестиций в производственную деятельность связан с учреждением новых компаний и реорганизацией частных компаний в отраслях «высокой технологии». Для большинства мелких фирм реальной возможности достичь размеров, позволяющих выпускать акции, не существует. Основными причинами выпуска акций в развитых странах в настоящее время являются финансирование поглощения и необходимость снижения доли заемного капитала в совокупном капитале корпораций. Поглощение осуществляется в форме обмена акций поглощаемых компаний на акции поглощающих. Что касается снижения доли заемного капитала, то во всем мире существует четкое представление о предельных размерах заемных средств. Переход этой грани связан для компании со значительным риском. Корпорация регулирует

структуру своего капитала путем эмиссии новых акций, замещая ими свои долговые обязательства.

Размещение ценных бумаг на первичном рынке осуществляется в двух формах.

1. Путем прямого обращения к инвесторам. Эмитент самостоятельно осуществляет размещение эмитированных ценных бумаг. При этом, с одной стороны, эмитент размещает ценные бумаги по цене выше номинальной, получая таким образом эмиссионный доход (разницу между ценой размещения и номиналом), присоединяемый к добавочному капиталу, и не затрачивает средств на оплату услуг посредников, но, с другой стороны, эмитент несет риск неполного размещения эмиссии, то есть может недополучить необходимые средства.

2. Через посредников. Фирма-посредник берет на себя определенные обязательства в соответствии с договором на размещение ценных бумаг (договор андеррайтинга). При этом все доходы от эмиссии и риски делятся между эмитентом и посредником в размере, зависящем от условий договора.

Основные виды андеррайтинга:

1. «На базе твердых обязательств». Фирма-посредник полностью выкупает весь объем эмиссии эмитента, как правило, по номиналу. При этом эмиссия считается размещенной, эмитент не получает эмиссионный доход. Посредник ищет покупателей ценных бумаг и несет все риски по их размещению, но может получить доход в размере разницы между ценой продажи ценных бумаг инвесторам и ценой их покупки у эмитента.

2. «На базе лучших усилий». Фирма-посредник принимает ценные бумаги эмитента на комиссию и прилагает усилия по их размещению среди инвесторов, получая за каждую размещенную ценную бумагу комиссионное вознаграждение. Неразмещенные ценные бумаги возвращаются эмитенту. При этом действия посредника снижают риски эмитента от размещения ценных бумаг.

3. Договорный андеррайтинг. Все условия размещения ценных бумаг предусмотрены договором, заключаемым между эмитентом и андеррайтером.

4. Конкурентный андеррайтинг. Эмитент принимает конкурсные заявки от посредников с условиями размещения эмиссии и выбирает из них наи-

более выгодную. Такой андеррайтинг имеет место при эмиссии крупным надежным эмитентом ценных бумаг высокого качества.

Вторичный рынок – рынок, на котором осуществляется обращение ценных бумаг в форме перепродажи ранее выпущенных. Основными участниками рынка являются спекулянты, преследующие цель получения прибыли в виде курсовой разницы. Таким образом, вторичный рынок, в отличие от первичного, не влияет на размеры инвестиций и накоплений в стране. Он обеспечивает лишь постоянное перераспределение средств между различными субъектами хозяйственной жизни и постоянную структурную перестройку экономики в целях повышения ее эффективности, поскольку участники заинтересованы в продаже ценных бумаг менее перспективных предприятий, приносящих низкий доход, и в покупке ценных бумаг более перспективных предприятий.

Кроме того, вторичный рынок обеспечивает ликвидность ценных бумаг, возможность их реализации по приемлемому курсу и тем самым создает благоприятные условия для первичного размещения.

Существуют две основные организационные разновидности вторичного рынка ценных бумаг: биржевой (организованный) и внебиржевой (неорганизованный) рынки.

Традиционной формой организованного вторичного рынка ценных бумаг выступает фондовая биржа – финансово-посредническое учреждение, где совершаются торговые сделки между продавцами и покупателями фондовых ценностей с участием биржевых посредников по правилам, установленным уставом биржи.

При заключении сделки биржа принимает на себя многие риски, выступая гарантом надежности ценных бумаг и обеспечивая исполнение договора.

Для биржевого рынка характерны следующие черты.

1. Ограниченное число участников. Осуществлять на бирже сделки купли-продажи могут только профессиональные участники – члены биржи.
2. Ограниченное количество финансовых инструментов, обращающихся на бирже. К торгам на бирже допускаются только ценные бумаги, соответствующие определенным установленным биржей требованиям.

3. Формирование единого курса каждой ценной бумаги, обращающейся на бирже, образующегося в результате взаимодействия спроса и предложения.
4. Открытость информации о сделках с ценными бумагами. Информация о курсах ценных бумаг, объемах продаж ценных бумаг каждого вида и динамика их изменения публикуются ежедневно по результатам торгов на бирже в биржевом бюллетене.

Внебиржевой оборот возникает как альтернатива бирже. Многие компании не могут выйти на биржу со своими ценными бумагами, так как их показатели не соответствуют требованиям, предъявляемым для регистрации на бирже. Внебиржевой оборот по ценным бумагам осуществляется в виде «уличной торговли» – заключения единичных сделок купли-продажи между покупателями и продавцами в рамках брокерских и дилерских фирм. В современных условиях доступным инструментом внебиржевой торговли являются внебиржевые системы электронных торгов, представляющие собой своеобразную «доску объявлений», место, где фиксируется факт заключения сделки. К электронным внебиржевым рынкам относятся в международной практике – система NASDAQ, в российской практике – РТС (российская торговая система, организованная Профессиональной ассоциацией участников фондового рынка ПАУФОР), торговая сеть Сберегательного банка РФ, системы Интернет-трейдинга.

Для внебиржевого рынка характерны следующие черты.

1. Множество участников. Совершать сделки купли-продажи может любое заинтересованное юридическое и физическое лицо.
2. Множество ценных бумаг, обращающихся на рынке.
3. Отсутствие единого курса каждой ценной бумаги, поскольку единичные сделки совершаются между покупателем и продавцом непосредственно.
4. Отсутствие всеобъемлющей информации по сделкам, о рынке, о курсах ценных бумаг.

В России рынок ценных бумаг находится на этапе своего становления. В условиях массового акционирования государственных предприятий, создания новых акционерных структур, активной деятельности государства на рынке ценных бумаг – первичный рынок является значимым сегментом. Активному развитию вторичного рынка препятствует недостаточное

развитие инфраструктуры рынка, законодательной базы, недостаточная активность участников и общая нестабильность экономической ситуации.

В целом можно выделить следующие характерные черты российского рынка ценных бумаг:

- Это рынок крупных институциональных инвесторов, оперирующих значительными средствами и крупными пакетами акций, и рынок профессионалов.

- Для российского рынка характерно формирование региональных центров фондовой активности. В первую очередь это Москва (где заключается 80% всех сделок), Санкт-Петербург, Екатеринбург, Новосибирск и Приморский край.

- В последнее время произошли позитивные сдвиги в инфраструктуре рынка. Снизились риски инвесторов в части ведения реестров, хранения ценных бумаг в депозитариях, организации торговли на рынке ценных бумаг.

- Улучшилась информационная среда благодаря установлению требований к раскрытию информации, как эмитентами, так и организаторами торговли.

Одним из основных показателей, характеризующих масштабы рынка ценных бумаг и экономики в целом, является капитализация, определяемая как произведение курса ценной бумаги на количество ценных бумаг в обращении.

По состоянию на последний день января 2014 года рыночная капитализация ста крупнейших российских компаний составила 678,38 млрд долл., что составляет порядка 98,81% от всей стоимости российского рынка акций, которая на 31 января 2014 года составила почти 686,58 млрд долл. или 37,9% ВВП страны, что значительно ниже, чем в развитых странах.

Кроме того, имеется структурная несбалансированность капитализации по отраслям (табл. 1).

Таблица 1

**Отраслевая структура капитализации
российского рынка акций в 2006–2013 гг., %**

№ п.п.	Отрасль	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	Нефтегазовая	62,6	50,4	57,0	50,1	44,6	51,2	50,4	51,8
2	Финансовые услуги	9,2	11,8	10,1	14,5	13,1	12,2	13,4	15,0
3	Металлургия	8,1	11,1	10,0	12,3	15,3	10,6	9,6	7,7
4	Электроэнергетика	11,7	12,5	8,9	9,4	10,6	8,7	6,8	4,6
5	Химическая промышленность	0,2	1,5	1,5	1,6	2,4	4,7	5,6	3,3
6	Связь	4,1	4,4	5,2	3,8	3,7	3,7	4,6	6,5
7	Торговля	0,6	0,7	0,7	1,1	1,7	1,4	2,3	4,0
8	Транспорт	0,8	1,2	1,8	1,2	1,2	1,3	1,3	1,6
9	Машиностроение и металлообработка	0,8	1,1	0,7	1,0	1,5	1,2	1,2	0,8
10	Горнодобывающая промышленность	0,2	0,2	1,3	0,9	0,8	1,1	1,2	1,4
11	Пищевая промышленность	1,1	1,2	1,2	1,0	1,6	1,0	0,9	0,2
12	Угольная	0,1	0,3	0,2	1,0	1,1	0,8	0,7	0,3
13	Прочие отрасли	0,2	2,3	0,9	1,8	2,5	1,6	1,7	2,4

Источник: группа «Московская биржа».

§ 3. Эмиссия ценных бумаг

Эмиссия ценных бумаг – это установленная законом последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг. Согласно законодательству эмиссионной ценной бумагой признается – любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных настоящим Федеральным законом формы и порядка;
- размещается выпусками;
- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

К эмиссионным ценным бумагам относятся акции, облигации, опционы эмитента (варранты).

Эмитентами ценных бумаг выступают юридические лица (акционерные общества), органы исполнительной власти и самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по реализации закрепленных в них прав.

Выпуск ценных бумаг в обращение осуществляется при учреждении акционерного общества, при его реорганизации и при увеличении размера его уставного капитала путем эмиссии акций, а также в процессе привлечения эмитентами заемного капитала посредством эмиссии облигаций и иных долговых обязательств.

Владельцами ценных бумаг являются лица, которым они принадлежат на праве собственности или по иному вещному праву. Ценные бумаги от одного владельца к другому перемещаются на вторичном рынке в результате их обращения.

Эмиссионные ценные бумаги могут выпускаться в одной из следующих форм:

- именные ценные бумаги документарной формы выпуска,
- именные ценные бумаги бездокументарной формы выпуска,
- ценные бумаги на предъявителя документарной формы выпуска.

Процедура эмиссии включает в себя следующие этапы:

1. Принятие эмитентом решения о размещении эмиссионных ценных бумаг.

2. Утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг.

3. Государственная регистрация выпуска ценных бумаг. Для регистрации эмитент представляет заявление на регистрацию, решение о выпуске ценных бумаг, проспект эмиссии, копии учредительных документов, до-

кументы подтверждающие разрешение уполномоченного органа исполнительной власти на выпуск ценных бумаг. Регистрирующий орган обязан зарегистрировать выпуск ценной бумаги или принять мотивированное решение об отказе от регистрации не позднее, чем через 30 дней после получения документов. Проспект эмиссии – это документ, содержащий информацию об эмитенте, о финансовом состоянии эмитента и сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг. Проспект эмиссии утверждается советом директоров, регистрируется в органе исполнительной власти и подлежит публикации в случае открытой подписки.

4. Размещение ценных бумаг. Эмитент имеет право начинать размещение эмиссионных ценных бумаг только после государственной регистрации их выпуска. Исключение составляют случаи учреждения акционерного общества или его реорганизации в форме слияния, выделения, разделения и преобразования, когда размещение ценных бумаг осуществляется до регистрации выпуска. Срок размещения – 1 год с даты регистрации выпуска. Количество размещаемых ценных бумаг не может превышать указанного в решении о выпуске.

5. Государственная регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг. Отчет подготавливается эмитентом не позднее 30 дней после завершения размещения. Отчет должен содержать информацию о дате начала и окончания размещения, фактическую цену размещения, количество размещенных ценных бумаг, общий объем поступлений за размещенные ценные бумаги (денежные средства, материальные и нематериальные активы). Отчет об итогах эмиссии подлежит публикации.

Законом предусмотрены две формы эмиссии ценных бумаг – закрытое и открытое размещение.

Закрытое размещение допускается при объеме эмиссии не более 50 000 МРОТ, если число владельцев не превышает 500. При закрытом размещении не требуется регистрировать и публиковать проспект эмиссии и раскрывать информацию об итогах выпуска.

Открытое размещение предполагает подготовку, регистрацию и публикацию проспекта эмиссии, отчета об итогах эмиссии ценных бумаг, а также каждый этап процедуры эмиссии сопровождается раскрытием информации.

Недобросовестной эмиссией признают действия, выражающиеся в нарушении процедуры эмиссии и являющиеся основанием для отказа в реги-

страции выпуска ценных бумаг, признания его несостоявшимся или приостановления эмиссии ценных бумаг. В этом случае все ценные бумаги подлежат возврату эмитенту, средства от размещения ценных бумаг возвращаются владельцам. Благоприятное завершение эмитентом процедуры эмиссии означает, что ценные бумаги поступают на рынок ценных бумаг для их дальнейшего обращения.

§ 4. Профессионалы и участники рынка ценных бумаг

Участников рынка ценных бумаг можно разделить на следующие основные категории:

1. Главные участники рынка ценных бумаг – государство, крупнейшие национальные и международные компании. Государство на рынке ценных бумаг выполняет несколько важных функций: обеспечивает законодательную базу для нормального функционирования рынка, регулирует рынок ценных бумаг средствами денежно-кредитной и фискальной политики, является крупным эмитентом, выпуская в обращение государственные ценные бумаги. Крупнейшие национальные и международные компании, имея значительные размеры уставного капитала и крупные финансовые ресурсы, являются эмитентами более 50% всего объема акций и корпоративных облигаций, обращающихся на рынке ценных бумаг и выступают как крупные инвесторы.

2. Институциональные инвесторы, то есть различные финансово-кредитные институты (коммерческие и инвестиционные банки, страховые общества, пенсионные фонды ...). Эти участники аккумулируют свободные финансовые средства населения и юридических лиц, инвестируют их в ценные бумаги, а так же совершают операции с ценными бумагами как посредники.

3. Индивидуальные инвесторы – различные частные лица. В российских условиях они играют незначительную роль на рынке ценных бумаг, так как в России подорвано доверие к ценным бумагам как средствам инвестирования.

4. Акционерные общества, как вновь созданные, так и возникшие в результате приватизации, являются эмитентами акций и облигаций.

5. Профессиональные участники рынка ценных бумаг:

- брокеры – посредники при заключении сделок, сами в них не участвующие. Брокеры совершают гражданско-правовые сделки с ценными бумагами в качестве поверенных или комиссионеров, действующих на основании договоров или доверенностей в интересах клиентов. Брокеры на рынке ценных бумаг представлены специализированными фирмами, имеющими статус юридических лиц. В сферу деятельности брокерских фирм так же входят оказание услуг по консалтингу, размещение ценных бумаг на первичном и вторичном рынках, создание и управление инвестиционными фондами. Кроме того, брокеры оказывают и дополнительные услуги – посредничество при получении банковского кредита, помощь в страховании сделок.

- дилеры – посредники, участвующие в сделках своим капиталом. Дилеры совершают сделки купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет. Дилером может быть только юридическое лицо. Дилеры выполняют следующие функции: обеспечивают информацию о выпуске ценных бумаг, их курсах и качестве, действуют как агенты, выполняющие поручения клиентов, следят за состоянием рынка ценных бумаг, сводят покупателей и продавцов. При совмещении деятельности брокера и дилера, сделки, осуществляемые по поручению клиентов, во всех случаях подлежат приоритетному исполнению по сравнению с дилерскими операциями. Действия дилеров более масштабны, чем действия брокеров, фирмы владеют большими капиталами.

- управляющие – лица, распоряжающиеся переданными им в доверительное управление ценными бумагами. Управляющие получают права на совершение операций с ценными бумагами в интересах клиента от своего имени и за вознаграждение в течение установленного срока. Объектом деятельности управляющих являются ценные бумаги, денежные средства, полученные для покупки и вырученные от продажи ценных бумаг. Управляющими могут быть юридические лица или предприниматели.

- клиринги – организации, занимающиеся определением взаимных обязательств. Они работают в рамках фондовой биржи, где осуществляют сбор, сверку, корректировку информации по сделкам с ценными бумагами, подготовку документов по ним; проводят расчеты между участниками сделок; формируют специальные фонды для снижения рисков исполнения обязательств по сделкам; осуществляют контроль за перемещением фи-

нансовых активов. Основными целями деятельности клиринговых организаций является снижение издержек по расчетному обслуживанию участников биржи, сокращение времени расчетов, снижение всех видов рисков при заключении и реализации сделок.

- депозитарии – организации, оказывающие услуги по хранению ценных бумаг и учету перехода прав на ценные бумаги. Депозитарий не может распоряжаться или осуществлять операции с ценными бумагами депонента. Отношения депозитария и депонента строятся на основе заключения депозитарного договора, который должен содержать определение предмета договора, срок действия договора, размер и порядок оплаты услуг депозитария, порядок передачи депонентом информации о распоряжении депонированными ценными бумагами, форму и периодичность отчетности депозитария перед депонентом. На основании договора депозитарий открывает на имя депонента счет «депо» для учета ценных бумаг. В рамках счета «депо» открываются лицевые счета для отдельных ценных бумаг, находящихся в одном состоянии (залог, арест). При осуществлении операций купли-продажи ценные бумаги переписываются с одного счета «депо» на другой. В случае первоначальной регистрации ценных бумаг (акций) в реестре, депозитарий, куда помещают ценные бумаги, регистрируется как номинальный держатель и становится посредником между эмитентом и инвестором, передавая предназначенную депоненту информацию. Депозитарии работают как на биржевом рынке (расчетный депозитарий) в рамках расчетно-клиринговой системы биржи, так и на внебиржевом рынке (кастодиальный депозитарий), обслуживая обращение бездокументарных ценных бумаг. Депозитарием может быть только юридическое лицо и не может совмещать свою деятельность с деятельностью регистратора.

- регистраторы (реестродержатели) – организации (юридические лица), которые ведут реестры владельцев ценных бумаг, проводят сбор, фиксацию, обработку, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг. Держателем реестра может быть эмитент (если количество владельцев не превышает 500) или профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий регистраторскую деятельность. Реестр ведется только для именных ценных бумаг. Под системой ведения реестра владельцев ценных бумаг понимается совокупность данных, зафиксированных на бумажном носителе и/или с

использованием электронной базы данных, обеспечивающая идентификацию зарегистрированных в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг и номинальных держателей, учет их прав по ценным бумагам, и позволяющая получать и направлять информацию указанным лицам и составлять реестр владельцев ценных бумаг. Сбор информации осуществляется путем ведения лицевых счетов владельцев и номинальных держателей ценных бумаг.

- организаторы торговли на рынке ценных бумаг (фондовые биржи) – оказывают услуги, способствующие заключению сделок с ценными бумагами. Они обязаны раскрывать любому заинтересованному лицу правила допуска к торгам участников рынка и ценных бумаг, условия заключения, регистрации, исполнения и сверки сделок, а так же информацию по каждой сделке. То есть организаторы должны содействовать открытости рынка ценных бумаг. К данной категории профессиональных участников относятся фондовые биржи.

Наряду с вышеперечисленными участниками рынка ценных бумаг обслуживают работники банков, инвестиционных фондов, государственные чиновники и юристы, обеспечивающие необходимые законы и контроль. В России функционирование рынка ценных бумаг и состав его участников определяются Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22.04.1996.

Чтобы упорядочить положение дел на рынке ценных бумаг, в России введена система государственного лицензирования, согласно которой все юридические лица, осуществляющие операции с ценными бумагами за счет привлеченных средств или по поручению клиентов, а так же оказывающие услуги по консалтингу, обязаны получить лицензию в Министерстве финансов РФ. Граждане, выполняющие операции с ценными бумагами в качестве специалистов инвестиционных компаний, финансовых брокеров и инвестиционных консультантов, должны сдать экзамены и получить квалификационный аттестат на право ведения операций с ценными бумагами.

Фондовые биржи, фондовые отделы товарных и валютных бирж получают право на проведение биржевой деятельности только после получения в Центральном Банке РФ соответствующей лицензии.

§ 5. Регулирование рынка ценных бумаг

Регулирование рынка ценных бумаг – это упорядочение деятельности на нем всех его участников и операций между ними со стороны организаций, уполномоченных обществом на эти действия.

Регулирование рынка ценных бумаг имеет целью:

1. Поддержание порядка на рынке, создание условий для работы всех его участников;
2. Защита участников от недобросовестности и мошенничества отдельных лиц или организаций;
3. Обеспечение свободного и открытого процесса ценообразования на ценные бумаги на основе спроса и предложения;
4. Создание эффективного рынка, на котором имеются стимулы предпринимательской деятельности, и риск адекватно вознаграждается;
5. Воздействие на рынок с целью достижения общественно-экономических целей (повышения темпов роста экономики, снижение уровня безработицы ...).

Регулирование может быть внешним и внутренним. Внешнее регулирование – подчиненность деятельности данной организации нормативным актам государства, других организации, международным соглашениям. Внутреннее регулирование подразумевает подчиненность деятельности данной организации ее собственным нормативным документам.

Регулирование рынка ценных бумаг осуществляется органами или организациями, уполномоченными на выполнение этих функций, поэтому различают:

1. Государственное регулирование.

К органам государственного регулирования в РФ относятся:

- Центральный Банк РФ. Основными задачами являются координация, разработка стандартов деятельности на рынке ценных бумаг, лицензирование и т.д., а также регистрация выпусков ценных бумаг кредитных организаций; регулирование деятельности кредитных и клиринговых организаций на рынке ценных бумаг; контроль экспорта-импорта капитала.
- Министерство финансов осуществляет регистрацию выпусков ценных бумаг акционерных обществ, субъектов федерации, муниципальных органов; лицензирование фондовых бирж, инвестиционных компаний,

фондов; установление правил бухучета операций с ценными бумагами; выпуск государственных ценных бумаг и регулирование их обращения.

- Федеральная антимонопольная служба устанавливает антимонопольные правила и контролирует их исполнение.
- Федеральное агентство по управлению госимуществом.
- Федеральная налоговая служба.
- Министерство юстиции.

Государственное регулирование осуществляется мерами прямого и косвенного воздействия.

К мерам прямого воздействия относится законодательная деятельность по созданию единой правовой основы, постановления и распоряжения Правительства РФ, а также меры других государственных органов по введению норм функционирования рынков ценных бумаг.

Косвенное или экономическое управление рынком ценных бумаг осуществляется государством через экономические рычаги и капиталы, такие как система налогообложения (ставки налогов, льготы, освобождения), денежная политика (процентные ставки, минимальный размер оплаты труда), государственные капиталы (госбюджет, внебюджетные фонды финансовых ресурсов), государственная собственность и ресурсы (предприятия, природные ресурсы, земли).

Государственное регулирование осуществляется в соответствии с ГК РФ, ФЗ «О рынке ценных бумаг», ФЗ «О банках и банковской деятельности», ФЗ «О Центральном Банке РФ», ФЗ «О регулировании деятельности по проведению организованных торгов», ФЗ «Об акционерных обществах», а также постановлениями и указами Президента и Правительства РФ.

2. Регулирование со стороны профессиональных участников рынка ценных бумаг (саморегулирование рынка). Саморегулирование рынка ценных бумаг осуществляется саморегулируемыми организациями. Ими признаются некоммерческие негосударственные организации, создаваемые профессиональными участниками рынка ценных бумаг на добровольной основе с целью регулирования определенных аспектов рынка на основе присвоения им государственного статуса саморегулируемой организации. Саморегулируемые организации имеют следующие права:

- разработка обязательных правил и стандартов профессиональной деятельности и операций на рынке,
- осуществление профессиональной подготовки кадров, установление требования работы на данном рынке,
- контроль за соблюдением участниками рынка установленных правил,
- информационная деятельность на рынке.

Саморегулируемыми организациями обычно являются биржи и общественные объединения различных групп профессиональных участников (ассоциации). В настоящее время в России существуют три крупные саморегулируемые организации: НФА (Национальная фондовая ассоциация), ПАРТАД (Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев), НАУФОР (Национальная ассоциация участников фондового рынка), Некоммерческое партнерство профессиональных участников фондового рынка Уральского региона (ПУФРУР).

3. Общественное регулирование, то есть регулирование через общественное мнение, которое стимулирует те или иные регулятивные действия государства или профессиональных участников рынка.

Тема 2. ФОНДОВАЯ БИРЖА: ФУНКЦИИ И ОРГАНИЗАЦИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

§ 1. Понятие, функции и организационная структура фондовой биржи

Фондовая биржа – это организованный, регулярно функционирующий рынок ценных бумаг и других финансовых инструментов. С организационно-правовой точки зрения фондовая биржа представляет собой финансовое посредническое учреждение с регламентированным режимом работы, где совершаются торговые сделки между продавцами и покупателями фондовых ценностей с участием биржевых посредников по официально закрепленным правилам. Эти правила устанавливаются как биржевым (Устав биржи), так и государственным законодательством. Фондовая биржа как таковая и ее персонал не совершают сделок с ценными бумагами. Она лишь создает условия, необходимые для их совершения, обслуживает эти сделки, связывает продавца и покупателя, предоставляет помещение, осуществляет консультационные и арбитражные услуги, техническое обслуживание и все необходимое для того, чтобы сделка могла состояться.

Фондовая биржа выступает и одним из регуляторов финансового рынка. Основная роль биржи заключается в обслуживании движения финансовых и ссудных капиталов, накапливая и концентрируя эти капиталы, с одной стороны, кредитуя и финансируя государство и различные хозяйственные структуры – с другой.

К основным функциям фондовой биржи относятся следующие.

1. Организация биржевых собраний для проведения гласных публичных торгов, а именно:

- организация биржевых торгов. Для организации торговли биржа прежде всего должна располагать хорошо оборудованным «рыночным местом» (биржевым залом), которое могло бы вмещать достаточно большое количество продавцов и покупателей, ведущих открытый биржевой торг. Использование современных электронных средств связи не требует физического присутствия торгующих в одном месте, а позволяет вести торговлю через электронные компьютерные терминалы. Но и в этом случае биржа призвана обеспечить высокоэффективную систему электронной торговли.

- разработка правил биржевой торговли. Организация торговли требует от биржи разработки и строгого соблюдения правил торговли, т.е. норм и правил поведения участников торгов в зале, заключения и исполнения сделок.

- материально-техническое обеспечение торгов. Материально-техническое обеспечение торгов включает оборудование биржевого зала, рабочих мест участников торгов, компьютерное обеспечение всех процессов на бирже и т.д.

- квалифицированный аппарат биржи. Для ведения биржевых торгов биржа должна располагать высоко квалифицированным штатом сотрудников.

2. Разработка биржевых контрактов, которая включает:

- стандартизацию требований к качественным характеристикам биржевых товаров;

- стандартизацию размеров партий товаров;

- выработку единых требований к расчетам по биржевым сделкам.

Биржа устанавливает жесткие требования к тем товарам (ценным бумагам и финансовым инструментам), которые допускаются к биржевым торгам. На основе этих требований разрабатываются биржевые стандарты, которые учитываются эмитентами и инвесторами на фондовых биржах.

Ускорению оформления заключенных сделок, снижению рисков по ним способствуют типовые биржевые контракты, которые разрабатываются биржами.

3. Разрешение споров по биржевым сделкам. В процессе биржевых торгов в силу самых различных причин (ошибка, попытка обмана, нечеткая работа обслуживающего персонала и т.д.) возможны случаи возникновения спорных ситуаций между участниками биржевой торговли, которые по своему характеру могут быть разрешены непосредственно только на бирже и ее соответствующим органом. Обычно это третейский суд или арбитраж.

4. Выявление и регулирование биржевых цен. Биржа участвует в формировании и регулировании цен на все виды биржевых товаров. Концентрация спроса и предложения на бирже, заключение большого количества сделок исключают влияние нерыночных факторов на цену, делают ее максимально приближенной к реальному спросу и предложению. Публикация цен на биржевые товары служит ориентиром для продавцов и покупателей, в том числе и на внебиржевом рынке,

помогает им выработать свою стратегию поведения на очередных биржевых торгах.

5. Биржевое страхование (хеджирование) участников биржевой торговли от неблагоприятных для них колебаний цен. Для этого на бирже используются специальные виды сделок и механизмы их заключения. Выполняя задачу страхования участников биржевого торга, биржа не столько организует торговлю, сколько ее обслуживает. Биржа создает условия для того, чтобы покупатели и продавцы активов по своему желанию могли бы одновременно принимать участие в соответствующих биржевых торгах в качестве клиентов или участников. Это повышает доверие к бирже, привлекает к ней рыночных спекулянтов, увеличивая число торгующих как непосредственно, так и через посредников.

6. Гарантирование выполнения сделок достигается посредством биржевых систем клиринга и расчетов. Для этого биржа использует систему безналичных расчетов путем зачета взаимных требований и обязательств участников торгов, а также организует их исполнение.

7. Информационная деятельность биржи. Важнейшей функцией биржи являются сбор и регистрация биржевых цен с последующим их обобщением и публикацией, предоставлением клиентам, различным другим заинтересованным организациям, на международный рынок на основе сложившихся биржевых стандартов, публикация в газетах, журналах, информационных агентствах.

Таким образом, фондовая биржа позволяет обеспечить высокий уровень ликвидности вложений, концентрацию спроса и предложения ценных бумаг, их сбалансированность на основе биржевого ценообразования, реально отражающего уровень эффективности функционирования акционерного капитала.

Биржа создается на основе добровольного решения ее учредителей без ограничения срока ее деятельности. Учредителями фондовой биржи могут выступать только профессиональные участники рынка ценных бумаг. Фондовая биржа, согласно российскому законодательству может быть организована в форме акционерного общества или некоммерческого партнерства.

Органы управления биржи состоят из общественных (выборных) и стационарных (назначаемых, функциональных) структур.

Основным органом управления биржи является Общее собрание, как законодательный орган внутрибиржевой деятельности, имеющий следующие функции.

- осуществление общего руководства биржей и биржевой торговлей;
- определение целей и задач биржи, стратегии ее развития, правил внутреннего распорядка;
- утверждение и изменение учредительных документов (договора, устава, правил торговли);
- выборы и утверждение, внесение изменений и дополнений в персональный состав и структуру Биржевого совета и Ревизионной комиссии;
- утверждение результатов деятельности биржи и распределение прибыли;
- определение размера и порядка выплаты дивидендов, а также условий покрытия убытков;
- определение (уменьшение или увеличение) количества мест на бирже и установление квот для ее членов;
- утверждение решений Биржевого совета о создании (управлении) отдельных секций;
- прием новых членов биржи;
- утверждение сметы расходов на содержание Биржевого совета и персонала биржи.

Кроме Общего собрания, для управления биржей необходим постоянно действующий орган, так как собрание собирается, как правило, один раз в год.

Постоянно действующим органом управления биржи считают Биржевой совет (Совет директоров), из состава которого формируются Президиум и Правление.

Биржевой совет является контрольно-распорядительным органом текущего управления биржей, он охраняет интересы членов биржи, осуществляя текущий контроль за ее деятельностью. Функциями Биржевого совета являются:

- заслушивание и оценка отчетов Правления;
- внесение поправок в правила биржевой торговли;
- подготовка решений Общего собрания биржи;

- установление размера всех взносов, выплат, денежных комиссионных сборов;
- подготовка решения о приеме или исключении членов биржи;
- организация и проведение квалификационных экзаменов для брокеров и т.д.

Одновременно с Биржевым советом на Общем собрании биржи избирается Ревизионная комиссия, которая осуществляет контроль за финансово-хозяйственной деятельностью биржи и ее обособленных подразделений. Кроме того, она вправе оценить правомочность решений, принимаемых органами управления биржи.

Ревизионная комиссия к Общему собранию биржи должна провести документальную проверку финансово-хозяйственной деятельности биржи (сплошную или выборочную), ее торговых, расчетных, валютных и других операций. Ревизионная комиссия проверяет:

- выполнение установленных смет, нормативов и лимитов;
- своевременность и правильность платежей в бюджет;
- своевременность и правильность отчислений и выплат дивидендов;
- соблюдение биржей и ее органами управления законодательных актов и инструкций, а также решений Общего собрания членов биржи;
- соблюдение членами биржи правил биржевой торговли, содержание и условия заключения биржевых сделок;
- постановку и правильность оперативного, бухгалтерского и статистического учета и отчетности.

Для ведения хозяйственной биржевой деятельности, текущей работы биржи как учреждения, а также для выполнения решений, принимаемых Общим собранием биржи и Биржевым советом, необходима стационарная структура биржи, которая представлена специализированными и исполнительными органами.

Специализированные органы – это комиссии биржи и ее коммерческие организации. Среди комиссий наиболее значительными являются Котировальная и Арбитражная.

Котировальная комиссия занимается формированием, регистрацией и публикацией биржевых цен (курсов) при заключении биржевых сделок, допуском ценных бумаг на фондовую биржу для совершения с ними различных операций после соответствующей проверки и изучения финансового положения эмитентов, установлением списка котируемых активов. Обязанностью Котировальной комиссии является также

наблюдение за своевременным представлением участниками торгового процесса достаточно полных и объективных сведений.

Котировальная комиссия поставляет в информационно-справочный отдел биржи данные о ценах и тенденциях их движения так же, как и по тем активам, которые не вошли в официально опубликованную котировку. Совместно с Арбитражной комиссией она устанавливает цены при возникновении спорных вопросов.

В случае возникновения споров между покупателями, продавцами и брокерами в ходе заключения или исполнения биржевых сделок они могут обращаться в третейский суд – Арбитражную комиссию биржи для разрешения этих споров. Она не наделена правом принимать решения, обязательные к исполнению сторонами конфликта. Это своего рода согласительная комиссия. При неудовлетворенности какой-либо из сторон итогами разбирательства в Арбитражной комиссии дело передается в судебные инстанции.

Функции Расчетной палаты заключаются в оперативном и точном проведении расчетов по биржевым сделкам, в регулировании и формализации процедуры платежей. На фьючерсных биржах Расчетная палата становится главным гарантом исполнения сделок, так как она осуществляет учет находящейся в залоге маржи и предоставляет кредит контрагентам сделки.

Исполнительные органы каждой биржи весьма разнообразны. Они зависят от объема сделок, совершаемых на бирже, количества брокерских контор, работающих на ней, и вида товара, торговля которым осуществляется на бирже.

Эмиссионные ценные бумаги допускаются к обращению на бирже только после прохождения процедуры листинга, то есть включения в биржевой список активов. Биржи самостоятельно устанавливают правила листинга для компаний-эмитентов, чаще всего требования касаются числа акций в свободном обращении, срока существования без убытка, соблюдения минимальной границы уставного капитала, величины активов, прибыли за последний год и т.д.

Биржа может и исключить ценные бумаги из числа котирующихся, то есть совершить делистинг, исключение из биржевого списка, если эмитент или его ценные бумаги перестают дослетворять биржевым требованиям.

На биржах могут быть организованы вторые и третьи биржевые рынки без процедуры листинга. Сделки совершаются на любые фондовые ценности, но риск инвестора в данном случае возрастает.

Неэмиссионные ценные бумаги представляют собой стандартные биржевые контракты и не нуждаются в процедуре листинга.

Все сделки на фондовой бирже заключаются только между профессиональными участниками – брокерами, действующими в качестве посредников, и дилерами, которые могут действовать и от своего имени и за свой счет.

§ 2. Сделки на бирже

Сделка – это операция по купле и продаже ценных бумаг. При ее заключении сторонами сделки с ценными бумагами обязательно определяются:

- объект сделки (ценные бумаги, которые покупаются или продаются);
- объем сделки (количество ценных бумаг, которое предложено для продажи или требуется для покупки);
- цена, по которой заключена сделка;
- срок исполнения сделки, когда продавец должен представить, а покупатель принять ценные бумаги;
- срок расчета по сделке, когда покупатель должен оплатить купленные ценные бумаги.

В зависимости от срока, на который заключается сделка, они делятся на кассовые и срочные.

Кассовые сделки (их еще называют сделки спот или «кэш») – это сделки, подлежащие немедленному выполнению или осуществляемые в короткие временные сроки, как правило T (заключение сделки)+3 дня. Кассовые сделки бывают двух видов: покупка с частичной оплатой заемными деньгами и продажа ценных бумаг, взятых в займы. Как правило, эти сделки совершаются игроками на бирже. Покупка с частичной оплатой заемными деньгами заключается преимущественно игроками на повышение (кто покупает, рассчитывая на повышение курса данной ценной бумаги; в дальнейшем бумага будет продана, клиент получит большую сумму и расплатится за кредит и получит прибыль). Покупка на заемные средства разрешается биржевыми правилами. В этом случае клиент оплачивает только часть стоимости ценных бумаг, а остальная покрывается кредитом, который предоставляет банк или брокер. Эти сделки носят еще и другое название – «сделки с маржой». Продажу ценных бумаг, взятых в займы, используют игроки на понижение (рассчитывая, что курс ценной бумаги понизит-

ся, они продают ценную бумагу, которую взяли займы по настоящей цене, а затем, когда цена понизится, приобретают эту ценную бумагу и возвращают ее, при этом разница составит прибыль).

Срочные сделки – это сделки, при которых продавец обязуется предоставить ценные бумаги к установленному сроку в будущем, а покупатель – принять их и оплатить по условиям сделки. Они заключаются на определенный срок по заранее оговоренной цене. Срочные сделки имеют сложную структуру и могут классифицироваться в зависимости от способа установления цен, механизма и времени проведения расчетов за приобретаемые ценные бумаги, параметров, предусмотренных при их заключении.

В зависимости от параметров заключения срочной сделки они делятся на следующие виды.

1. Твердые (простые), обязательные к исполнению в оговоренные в договоре сроки и по зафиксированной в нем твердой цене – они стандартизированы по форме, но могут заключаться на различные виды и объемы фондовых ценностей, а также сроки в зависимости от реальных потребностей контрагентов.

2. Срочные сделки «на разницу» — это сделки, по истечении срока которых один из контрагентов должен уплатить другому сумму разницы между курсами, установленными при заключении сделки, и курсами, фактически сложившимися в момент ликвидации сделки.

3. Срочные сделки с залогом, предусматривающие гарантию обязательств поставки или покупки в виде выплаты одним контрагентом другому оговоренной договором суммы, составляющей ощутимую долю в цене актива, вплоть до полной его стоимости (при залоге на покупку его вносит покупатель, а при залоге на продажу – продавец; залог возвращается, если сделка полностью завершена).

4. Простые сделки с премией, при которых плательщик премии имеет право либо потребовать исполнения сделки без права выбора, либо совершенно от нее отказаться, что называется правом «отхода». Эти сделки в зависимости от того, кто является плательщиком премии – покупатель или продавец, – подразделяются на сделки с условной покупкой или с предварительной премией, когда премию платит покупатель, и с условной продажей или сделки с обратной премией, когда премию уплачивает продавец.

5. Кратные сделки с премией, при которых плательщик премии имеет право потребовать от своего контрагента передачи ему ценных бумаг в ко-

личестве, в несколько раз превышающем установленное при заключении сделки по курсу, установленному при ее заключении.

6. Плательщик премии приобретает право сам определить свое положение в сделке, т.е. при наступлении срока ее совершения объявить себя либо покупателем, либо продавцом. Причем он обязан или купить у своего контрагента (получателя премии) ценные бумаги по высшему курсу, или продать их по низшему курсу, зафиксированному в момент заключения сделки.

По видам сделки бывают простыми (твердыми), когда происходит реальная покупка-продажа ценной бумаги, и спекулятивными, когда не происходит реальной передачи ценных бумаг. В них объектом купли-продажи служат не сами ценные бумаги, а контракты, обязательства на их поставку. Занимаются этими сделками брокеры-спекулянты, они заключают друг с другом сделку на покупку и затем на продажу ценных бумаг, угадавший изменение курса ценной бумаги получает маржу. Брокеры платят друг другу маржу, так как у них нет ни денег, ни ценных бумаг. Реального движения денег и ценных бумаг не происходит.

Как срочные, так и кассовые сделки осуществляются по определенным правилам. Простейшая рыночная сделка включает три составные части:

- заключение договора;
- вычисление по сделке, т. е. определение цены сделки;
- исполнение договора путем взаимобразной передачи товара и денег, который называют расчетами.

Расчеты и исполнение сделки – это процесс, конечным результатом которого обычно является передача объекта биржевой сделки (ценных бумаг) от продавца к покупателю и корреспондирующая передача денег от покупателя к продавцу. Как правило, вначале осуществляется процесс клиринга, а затем уже выполнение определенных в ходе клиринга обязательств.

Клиринг – это обособившаяся часть сделки, заключающаяся в вычислении взаимных обязательств ее сторон, установлении того, кто, что и кому должен в процессе торговли на рынке ценных бумаг и в какие сроки эти обязательства необходимо выполнить. Иначе говоря, клиринг – это совокупность расчетных операций по сделке, осуществляемых специализированными организациями на основе использования современных вычислительных компьютерных систем и методов. Клиринг, таким образом, предшествует денежным платежам и поставкам ценных бумаг и включает в себя несколько процедур: анализ итоговых сверочных документов на их под-

линность и правильность оформления, вычисление денежных сумм, которые подлежат переводу, и количества ценных бумаг, которые должны быть поставлены по итогам сделки, оформление расчетных документов. Клиринг и расчеты выполняют определенные функции: они обеспечивают процесс регистрации сделок, осуществляют учет зарегистрированных сделок и вычисления по ним, проводят зачет взаимных обязательств и платежей, осуществляют гарантийное обеспечение сделок, обеспечивают организацию денежных расчетов и поставку актива.

Расчеты по кассовым сделкам являются более простым делом, так как сроки заключения сделки и ее оплаты практически совпадают. На первом этапе осуществляется регистрация сделки на бирже. Брокеры, получают заявку от своих клиентов на покупку и продажу ценной бумаги, при этом клиенты передают им соответственно: покупатель – деньги, а продавец – ценные бумаги, брокеры совершают сделку на бирже, которую они обязаны зарегистрировать. На втором этапе происходит подтверждение сделки, т.е. брокеры сообщают своим клиентам о совершенной сделке, осуществляется передача денег и ценных бумаг в расчетную палату для окончательного проведения расчетов и осуществления клиринга. Далее из расчетной палаты ценные бумаги передаются в депозитарий для перерегистрации их владельцев, осуществляется непосредственная перерегистрация ценных бумаг, где именные ценные бумаги перерегистрируются, т.е. продавец исключается из реестра акционеров, а покупатель вводится в реестр, то же касается и ценных бумаг на предъявителя. Затем происходит возврат переоформленных и готовых к передаче покупателю ценных бумаг в расчетную палату. На следующем этапе осуществляется передача денег и ценных бумаг брокерам продавца и покупателя, брокеры передают деньги и ценные бумаги их новым владельцам.

При осуществлении срочных сделок расчетно-клиринговый процесс имеет свои особенности, так как возникает ситуация, когда срок заключения сделки и срок ее реализации не совпадают. Для ускорения времени заключения и обслуживания сделок, а также снижения рисков по ним, Расчетная палата становится стороной, своеобразным посредником каждого заключенного и зарегистрированного на бирже срочного контракта, и имеет место иная, чем на рынке кассовых сделок, организация процесса гарантирования исполнения заключенных сделок: каждый участник сделки должен внести залог – маржу, необходимую для проведения сделок в будущем. Схематично роль расчетной палаты на рынке срочных контрактов

можно представить так – между брокерами заключаются контракты на покупку и продажу ценной бумаги, которые проходят процедуру клиринга в расчетной палате. При этом расчетная палата разделяет исходный контракт на два и становится между покупателем и продавцом, выступая в роли продавца для каждого покупателя и в роли покупателя для каждого продавца, а впоследствии при наступлении срока сделки расчетная палата гарантирует и организует их выполнение.

В связи с этим расчетно-клиринговый процесс на рынке срочных контрактов включает следующие этапы. На первом этапе проводятся заключение и регистрация сделки, на втором этапе расчетная палата для покрытия риска требует от своих участников внесения первоначальной маржи (называемой также залоговым депозитом) для каждого контракта. Маржа представляет собой денежный взнос, являющийся залогом честных намерений и эквивалентный однодневному движению биржевого курса. Расчетная палата осуществляет проведение всех расчетов по марже, как по первоначальной, так и переменной (вариационной), т. е. последующей, которую необходимо довести отдельным участникам сделки для покрытия потенциальных убытков в результате неблагоприятного движения цен. Далее Расчетная палата извещает участников о необходимости внесения маржи и осуществляет контроль за финансовым состоянием счетов участников торговли фьючерсными контрактами в течение биржевых торгов, проводит клиринг и ликвидирует закрытые позиции, уведомляя клиентов о выплате прибылей и взимании убытков, в последующем она организует поставки по незакрытым в срок контрактам и посылает извещения о поставке товара по контракту или о ее принятии. На заключительном этапе осуществляется поставка по контракту, принятие поставки по контракту и расчеты по поставкам.

Биржевой оборот крупных бирж составляет многие десятки тысяч сделок в день, десятки миллионов ценных бумаг покупаются и продаются в течение одной биржевой сессии. Поэтому расчеты по сделкам с ценными бумагами производятся обособленно от других расчетных операций и предполагают взаимозачет встречных требований. Зачет встречных требований практикуется на большинстве современных бирж, его цель – снизить количество платежей и поставок ценных бумаг по сделкам, заключаемым членами той или иной биржи. Поэтому зачет применяется для того, чтобы снизить количество и упростить алгоритм осуществления платежных операций по итогам биржевых торгов. Вместе с тем зачет усложняет процеду-

ру клиринга. Однако затраты участников на организацию и поддержание функционирования централизованной клиринговой системы оказываются меньше по сравнению с их возможными накладными расходами на единичное осуществление платежей и поставок по конкретной сделке. Расчетные палаты и клиринговые организации не просто дают команды на перевод денежных средств, но и контролируют принцип «поставки против плательщика», особенно это важно при осуществлении срочных сделок, когда основную роль при проведении клиринга играет расчетная палата биржи.

Клиринг предполагает двусторонний или многосторонний зачет. Двусторонний зачет применяется достаточно редко, главным образом на внебиржевом рынке в отношениях между старыми, доверяющими друг другу деловыми партнерами, а также на небольших фондовых биржах с малым количеством участников и небольшим оборотом. При таком методе зачета производится попарное (по каждой паре контрагентов) вычитание требований одного контрагента из требований другого до тех пор, пока после включения в расчет всех сделок установленного периода не определится чистое сальдо задолженности одного контрагента другому. Такое вычисление может производиться как по денежным средствам, так и по каждому виду ценных бумаг отдельно. К концу всей процедуры сделки каждый из участников должен исполнить свои обязательства и удовлетворить свои требования. Если применяется зачет, то удовлетворение многих встречных требований происходит одновременно единым платежом (поставкой).

При многостороннем зачете вычисление начинается с того, что для каждого участника клиринга производится калькуляция его собственных чистых требований или чистых обязательств по всем включаемым в расчет сделкам за установленный период. При этом из всех требований данного участника вычитаются все его обязательства и таким образом определяется чистое сальдо. Полученное сальдо именуют позицией. Позиция «закрыта», если сальдо равно нулю, и «открыта», если сальдо не равно нулю. При положительном сальдо, т. е. когда объем требований данного участника превышает его обязательства, считается, что у участника клиринга открыта длинная позиция, при отрицательном сальдо – короткая позиция.

По итогам зачета среди участников клиринга отдельно по каждому виду ценной бумаги и по денежным средствам выделяются те, кто имеет короткие позиции (нетто-должники), и те, кто имеет длинные позиции (нетто-кредиторы). Сальдо встречных требований (позиция), определенное путем их зачета, показывает, какую сумму денежных средств или ценных

бумаг по итогам клиринга каждый участник должен получить или отдать на завершающем этапе сделки. Такой окончательный платеж или поступление именуется ликвидацией позиции или урегулированием позиции. После урегулирования позиции сделки, включенные в расчет этой позиции и прошедшие процедуру листинга, считаются завершенными, а обязательства по ним – выполненными.

Применение на этапе клиринга механизма многостороннего зачета с вычислением чистых позиций участников сделок именуется неттинг. В качестве стороны при урегулировании позиций участников торговли выступает клиринговая организация. При этом урегулирование позиции каждого участника осуществляется против клиринговой организации, она выступает единственным кредитором для всех должников и единым должником для всех кредиторов. То есть урегулирование позиций всех должников производится посредством платежа (поставки) в пользу клиринговой организации, а урегулирование позиций всех кредиторов — с помощью получения денежных средств (ценных бумаг) от этой клиринговой организации. Урегулирование позиций участников торговли против клиринговой организации, а не против друг друга, т. е. полная смена сторон на этапе исполнения по сравнению с этапом заключения сделок, именуется но-вейшн. Этот метод более удобен, так как у каждого участника на этапе исполнения сделок указывается только один контрагент – клиринговая организация, в пользу которой надо перечислить сумму задолженности или от которой надо получить сумму причитающихся средств (или ценных бумаг). Именно этот метод нашел применение в подавляющем большинстве клиринговых систем. Это объясняется его относительной простотой, удобством и независимостью от числа участников, а также возможностью создания надежных систем контроля за возникающими рисками.

После проведения клиринга начинается процесс непосредственных расчетов. Методы проведения расчетов также различаются на разных биржах. Одним из самых надежных является вариант, при котором участники рынка создают систему, работающую как бы параллельно с общей системой расчетов. Такая модель применяется на немногих фондовых биржах, но чаще при международных операциях с ценными бумагами. Типичными примерами из международной практики являются международные депозитарно-клиринговые центры «Euroclear» (Брюссель) и «Cedel» (Люксембург). Эти организации открывают мультивалютные (во многих валютах) корреспондентские счета банкам и другим организациям, профессиональ-

но занимающимся торговлей ценными бумагами на международном рынке. Расчеты между участниками этих систем по их взаимным сделкам могут осуществляться по корреспондентским счетам в этих депозитарно-клиринговых центрах.

§ 3. Организация биржевой торговли

Формы организации биржевой торговли зависят в основном от состояния фондового рынка. Разрыв между лучшей ценой продавца (минимальной) и лучшей ценой покупателя (максимальной) называется спрэдом. Можно охарактеризовать спрэд как положительную величину, если максимальная цена покупателя оказывается выше минимальной цены продавца. Отрицательный спрэд определяется величиной разрыва между минимальной ценой продавца и максимальной ценой покупателя. Биржевая торговля способствует сокращению диапазона цен, их концентрации вокруг лучших. Это достигается с помощью аукциона.

При небольшом объеме спроса или предложения торговля проводится в форме простого аукциона. Такой аукцион может быть организован либо продавцом, который получает предложение покупателей (аукцион продавца), либо покупателем, который ищет вытоднейшее предложение от ряда потенциальных продавцов (аукцион покупателя).

В России процесс биржевой торговли начал возрождаться с простых аукционов продавцов по типу английского аукциона. Его сущность заключается в том, что продавцы до начала торговых собраний подают свои заявки на продажу фондовых ценностей по начальной цене. В ходе аукциона при наличии конкуренции покупателей цена последовательно повышается шаг за шагом (размер шага аукциона определяется до начала торгов), пока не остается один покупатель и ценные бумаги продаются по самой высокой цене предложения.

Возможен и голладский аукцион, при котором начальная цена продавца велика и ведущий торги последовательно предлагает все более низкие ставки, пока какая-либо из них не принимается. В этом случае ценные бумаги продаются первому покупателю, которого устраивает предложенный курс.

На аукционе втемную, или так называемом заочном аукционе, все покупатели предлагают свои ставки одновременно, а ценные бумаги приобретает тот, кто сделал самое высокое предложение.

Простой аукцион предполагает конкуренцию либо продавцов (в условиях избытка фондовых ценностей и недостатка платежеспособного спроса), либо покупателей (при избытке платежеспособного спроса и монопольном положении продавцов ценных бумаг). При отсутствии этих факторов, а также при достаточной глубине и ширине фондового рынка наиболее эффективной оказывается система двойного аукциона. Она предполагает наличие конкуренции между продавцами и между покупателями.

Двойной аукцион как форма организации биржевой торговли наиболее полно соответствует природе фондового рынка. Существуют две формы двойных аукционов: онкольный рынок и непрерывный аукцион. Если сделки на рынке заключаются редко, существует большой разрыв между ценой покупателя и ценой продавца, а колебания цен от оделки к оделке велики и носят регулярный характер, то такой рынок не является ликвидным, и биржевая торговля практически не может быть организована в форме непрерывного аукциона. В этом случае более приемлемой является организация биржевой торговли по типу онкольного рынка с редким шагом. Чем менее ликвиден рынок, тем реже шаг аукциона и длительнее период накопления заявок на покупку и продажу ценных бумаг, которые затем «выстреливаются залпом» в торговый зал для одновременного исполнения.

Каждый «залп» «очищает» рынок от наибольшего количества заказов. При ликвидном рынке «залпы» осуществляются несколько раз в течение биржевого дня. Крупнейшие залповые рынки – это биржи Австрии, Бельгии, Германии и Израиля. Частые «залпы» свидетельствуют о наличии постоянного спроса и предложения на ценные бумаги, о ликвидности рынка, позволяют перейти к непрерывному аукциону, который, в свою очередь, имеет три вида.

1. Использование книги заказов, в которую заносятся устно передаваемые брокерами заявки. Затем клерк (уполномоченный биржи) исполняет их, считая объемы и цены по мере их поступления. Таким образом осуществляется соединение заказов, благодаря которому конкретные покупатели торгуют с конкретными продавцами, причем в сделке может участвовать несколько заказов. Например, крупный заказ на покупку может исполняться несколькими заказами на продажу и на оборот.

2. Табло, на котором указывается наилучшая пара цен на каждый выпуск (наивысшая при покупке, наименьшая при продаже). Маклер группирует поступившие заявки и определяет по каждому виду ценных бумаг

курсовые пожелания (наивысшую при покупке, наименьшую при продаже). Эти цены выводятся на табло или экран рабочего места брокера. Эти цены служат основой для корректировки собственных заявок и построения стратегии игры в процессе биржевого торга.

3. «Толпа». Трейдеры собираются вокруг клерка (уполномоченного биржи), который лишь объявляет поступающий в торговлю выпуск, а затем сами проводят торг, выкрикивая котировки, отыскивая контрагента. Сделки в «толпе» заключаются по разным ценам, причем один покупатель может заключить сделку с разными продавцами, не пытаясь определить некую общую цену.

Более подробно с режимом торговли и правилами осуществления сделок на главной российской бирже – Московской Бирже – можно ознакомиться на ее сайте www.moex.com

Тема 3. ПРОИЗВОДНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

§ 1. Понятие и классификация ценных бумаг

В ГК РФ дается юридическое определение ценной бумаги как документа установленной формы и реквизитов, удостоверяющего имущественные права, осуществление и передача которых возможны только при его предъявлении.

С экономической точки зрения, ценная бумага – это форма существования капитала, отличная от его товарной, производительной и денежной форм, которая может передаваться вместо него самого, обращаться на рынке, как товар и приносить доход.

Ценная бумага выполняет ряд общественно значимых функций:

1. Перераспределяет денежные средства (капиталы) между отраслями и сферами экономики; территориями и странами; группами и слоями населения; населением и сферами экономики; населением и государством.

2. Предоставляет определенные дополнительные права ее владельцам, помимо права на капитал (право на участие в управлении, информацию, первоочередность ...).

3. Обеспечивает получение дохода на капитал и возврат самого капитала.

Ценные бумаги обладают такими качествами как:

- ликвидность – способность ценных бумаг быть обращенными в денежные средства путем продажи без значительных потерь,

- обращаемость – способность выступать в качестве предмета купли-продажи (акции, облигации), или платежного инструмента, опосредующего обращение на рынке других товаров (чеки, векселя, коносаменты, приватизационные документы).

- рыночный характер – то есть для обращения ценных бумаг существует свой обособленный рынок,

- участие в гражданском обороте заключается в способности ценных бумаг не только быть предметом купли-продажи, но и выступать объектом других имущественных прав (сделок залога, хранения, дарения, комиссии, займа, наследования ...).

- надежность – способность ценных бумаг выполнять закрепленные функции длительное время,

- рискованность определяется подверженностью ценных бумаг и операций с ними влиянию факторов с вероятностным характером взаимодействия, чем больше вероятность наступления неблагоприятной ситуации, тем больше риск по ценной бумаге,

- регулируемость, то есть все ценные бумаги, права, удостоверяемые ими, и параметры обращения регулируются государством и уполномоченными организациями.

Классификация ценных бумаг.

1. По сроку существования:

- срочные, срок их обращения ограничен условиями выпуска или законодательно (облигации, векселя),

- бессрочные, срок обращения ценных бумаг не ограничен (акции).

2. По происхождению:

- основные ценные бумаги – это ценные бумаги, в основе которых лежат имущественные права на какой – либо актив, обычно на товар, деньги, капитал, имущество, различного рода ресурсы:

- первичные ценные бумаги основаны непосредственно на активах: акции, облигации, векселя, закладные...),

- вторичные ценные бумаги выпускаются на основе первичных (то есть ценные бумаги на ценные бумаги: варранты, депозитарные расписки...).

- производные ценные бумаги – это бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены лежащего в основе данной ценные бумаги биржевого актива (то есть ценные бумаги на какой-либо ценовой актив: на цены товаров, на цены основных ценных бумаг, на цены кредитного и валютного рынков: фьючерсные контракты (товарные, валютные, процентные...), свободно-обращающиеся опционы).

3. По форме существования:

- документарные, когда права по ценным бумагам закреплены в сертификате,

- бездокументарные, когда права по ценным бумагам удостоверяются записями в реестре ценных бумаг эмитента или на счетах «депо» в депозитарии.

4. По национальной принадлежности:

- ценные бумаги отечественных эмитентов,

- ценные бумаги иностранных эмитентов. Они допускаются к размещению и публичному обращению в Российской Федерации при наличии

международного договора Российской Федерации или соглашения, заключаемого между федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг на основании решения Правительства Российской Федерации и соответствующим органом (организацией) страны иностранного эмитента и предусматривающего порядок их взаимодействия.

5. По типу использования:

- инвестиционные – ценные бумаги, выступающие как объект вложения капитала (акции),
- неинвестиционные - ценные бумаги, обслуживающие расчеты, товарное обращение или служащие средством спекулятивной биржевой игры.

6. По порядку владения:

- именные – ценные бумаги, удостоверяющие права конкретного именованного лица,
- предъявительские – ценные бумаги, удостоверяющие права предъявителя.

7. По форме выпуска:

- эмиссионные – это ценные бумаги, выпускаемые в результате эмиссии отдельными группами (сериями),
- неэмиссионные – это ценные бумаги, образующиеся в результате договорных отношений участников рынка.

8. По виду эмитента:

- государственные ценные бумаги, эмитентом которых выступают органы государственной власти и местного самоуправления,
- корпоративные ценные бумаги, эмитируемые акционерными обществами.

9. По наличию дохода:

- доходные – ценные бумаги, условиями выпуска и обращения которых предусматривается получение дохода при владении ими (акции, облигации),
- бездоходные – ценные бумаги, не предусматривающие получение текущего дохода (опционы).

§ 2. Экономическая сущность производных ценных бумаг

К производным ценным бумагам (производным финансовым инструментам или деривативам) относятся форвардные контракты, фьючерсы, варранты (опционы эмитента), а также биржевые опционы, свопы и их многочисленные комбинации.

Многие из них настолько специфичны и столь непохожи на классические ценные бумаги, что некоторые специалисты считают, что их вообще нельзя относить к ценным бумагам (отсюда и сам нейтральный термин «производные финансовые инструменты»).

Рынок производных ценных бумаг – наиболее динамичный сегмент фондового рынка. Деривативы известны еще с XVII в. Твердые и условные срочные сделки (сделки с премией или опционы) с товарами и ценными бумагами практиковались на Амстердамской бирже еще в первые десятилетия ее существования. Известно, что фьючерсная торговля рисом имела место в средневековой Японии. С середины XIX в. фьючерсные контракты на сельскохозяйственные товары становятся важнейшим инструментом в торговле зерном на североамериканском рынке.

Фьючерсы и опционы – основные инструменты торговли на всех современных товарных биржах (фьючерсы и опционы на нефть и нефтепродукты, цветные металлы, кофе, какао и пр.). Однако лишь с начала 70-х годов XX века с появлением специализированных бирж финансовых деривативов в США начинается период бурного развития этого сегмента фондового рынка. Доля товарных деривативов составляет ныне менее одного процента. В 70-е годы рост происходил в основном за счет биржевого рынка в США. В 80-е и особенно в 90-е годы наибольший прирост приходился на внебиржевой рынок.

Срочный контракт – это соглашение о будущей поставке предмета контракта. В момент его заключения оговариваются все условия, на которых он будет исполняться. В основе контракта могут лежать различные активы, например, ценные бумаги, фондовые индексы, банковские депозиты, валюта, собственно товары. Актив, лежащий в основе срочного контракта, называют базисным или базовым активом. Срочный контракт возникает на основе базисного актива. Поэтому его также называют производным активом, т. е. инструментом, производным от базисного актива.

Срочный рынок выполняет две важные функции: позволяет согласовывать планы предпринимателей на будущее и страховать ценовые риски в условиях неопределенности экономической конъюнктуры. Срочные

сделки позволяют застраховаться от изменения цен финансовых активов, валютных курсов, процентных ставок, собственно товарных цен. Привлекательность срочного рынка состоит также в том, что его инструменты являются высокодоходными, хотя и высокорискованными объектами инвестирования финансовых средств.

Всех участников рынка можно разделить на три группы: хеджеров, спекулянтов и арбитражеров. Хеджер – это лицо, страхующее ценовые риски. Операция по страхованию ценового риска называется хеджированием. Механизм хеджирования сводится к заключению срочного контракта, в котором устанавливается цена поставки базисного актива. Спекулянт – это лицо, стремящееся получить прибыль за счет разницы в курсовой стоимости ценных бумаг, которая может возникнуть во времени. Спекулянт обычно осуществляет краткосрочные операции. Арбитражер – это лицо извлекающее прибыль за счет одновременной купли-продажи одной и той же бумаги на разных рынках, если на них наблюдаются разные цены. Например, одна и та же акция котируется на двух биржах. Поскольку каждая биржа – это самостоятельный рынок, то в какие-то моменты времени цена акции на них может отличаться. Арбитражер продает бумагу на той бирже, где она дороже, и покупает там, где дешевле. Разница в ценах составляет его прибыль. Поскольку оба действия совершаются одновременно, то такая операция – ее называют арбитражной – лишена риска. В результате действий арбитражеров цены на разных рынках становятся вновь одинаковыми, т. к. активные покупки бумаги на одной бирже ведут к росту ее цены, а продажи на другой – к падению.

На срочном рынке пользуются следующей терминологией. Если лицо по срочному контракту обязуется купить базисный актив, то говорят, что оно покупает контракт или открывает длинную позицию. Если лицо обязуется по контракту продать базисный актив, то говорят, что оно продает контракт или открывает короткую позицию. Соответственно встречаются такие понятия как «длинный контракт» и «короткий контракт». В первом случае это означает, что инвестор купил контракт, во втором – продал.

§ 3. Фьючерсные контракты

Фьючерсный контракт – это соглашение между сторонами о будущей поставке базисного актива, которое заключается на бирже.

Фьючерсы торгуются только на биржах. Каждый фьючерсный контракт имеет строго определенную, заранее установленную биржей дату поставки

товара и фиксированное «время жизни» – срок, в течение которого он будет торговаться на бирже. Каждый фьючерс содержит в себе строго определенное количество биржевого товара. Биржевой товар, лежащий в основе фьючерсного контракта, называется базой. А рынок такого товара – базовым рынком. Для товарного фьючерса базовым рынком будет рынок какого-либо товара, торгующегося на условиях спот. Для фьючерса на ценные бумаги базовым товаром будет та или иная акция или облигация.

Продать фьючерс или купить фьючерс означает взять на себя обязательство или «открыть позицию». Взятые обязательства необходимо выполнять: открытые позиции должны быть закрыты. «Закрыть» открытую позицию означает выполнить ранее взятое обязательство.

Закрыть открытую позицию можно двумя путями:

1. Дождаться даты поставки и выполнить свое обязательство, купив или продав биржевой товар.
2. Заключив в течение срока торговли фьючерсным контрактом обратную или оффсетную сделку: если купил фьючерс, то продать, а если продал – то купить, и, таким образом, выполнить обязательство.

Биржа (расчетная палата) сама разрабатывает его условия, и они являются стандартными для каждого базисного актива. Биржа организует вторичный рынок данных контрактов. Исполнение фьючерсного контракта гарантируется биржей (расчетной палатой). После того как контракт заключен, он регистрируется в расчетной палате. С этого момента стороной сделки как для продавца, так и для покупателя становится расчетная палата, т. е. для покупателя она выступает продавцом, а для продавца – покупателем. Поскольку фьючерсные контракты стандартны и гарантированы расчетной палатой, они высоко ликвидны. Это значит, что участник сделки легко может закрыть открытую позицию с помощью оффсетной сделки. Результатом его операции будет выигрыш или проигрыш в зависимости от того, по какой цене он открыл и закрыл позицию. Если участник контракта желает осуществить или принять поставку, он не ликвидирует свою позицию до дня поставки. На поставку выходят те торговцы, которые до срока её наступления не закрыли свои позиции путём совершения обратной или оффсетной сделки. В этом случае расчетная палата уведомляет каждого участника, кому он должен поставить или от кого принять базисный актив. Будут составлены договора купли-продажи ценных бумаг во исполнение фьючерсного контракта. После чего на следующий день клиринговая палата произведёт взаиморасчёты участников биржевых торгов. По условиям

некоторых фьючерсных контрактов может предусматриваться не поставка базисного актива, а взаиморасчеты между участниками в денежной форме.

Как уже было сказано, фьючерсные контракты по своей форме являются стандартными. Кроме того, на бирже торгуются контракты только на определенные базисные активы. Поэтому фьючерсные контракты, как правило, заключаются не с целью осуществления реальной поставки, а для хеджирования и спекуляции. В мировой практике только порядка 3% всех заключаемых контрактов оканчиваются поставкой, остальные закрываются оффсетными сделками. В основе фьючерсного контракта могут лежать как товары, так и финансовые инструменты. Контракты, базисными активами для которых являются финансовые инструменты, а именно, ценные бумаги, фондовые индексы, валюта, банковские депозиты, драгоценные металлы, называются финансовыми фьючерсными контрактами. Современный фьючерсный рынок развивается, в первую очередь, за счет роста торговли финансовыми фьючерсными контрактами, объемы которой существенно превышают объемы торговли товарными фьючерсными контрактами.

Фьючерсный контракт можно заключить только при посредничестве брокерской компании, которая является членом биржи. При открытии позиции по контракту его участник должен внести гарантийный взнос (залог), который называется начальной или гарантийной маржой. По величине маржа составляет обычно от 2–10% суммы контракта. Данные средства вносятся на клиентский счет, который открывается в расчетной палате каждому участнику торгов.

Когда участник закрывает свои позиции, его залоги (первоначальная маржа) будут разблокированы, и он снова сможет распоряжаться этой суммой по своему усмотрению. Но до тех пор, пока он держит открытые позиции, он не может тратить начальную маржу. Она находится на счете участника, но является неприкосновенной.

В случае если на рынке сложится «взрывоопасная» ситуация, чреватая резкими всплесками цены, биржа может, в соответствии со своими правилами, увеличить величину начальной маржи, либо ввести дополнительную или чрезвычайную маржу. В этом случае те из участников торгов, кто уже имеет открытые позиции, обязаны довести денежные средства, а те, кто хочет вступить в сделку – зарезервировать на своих счетах дополнительные суммы.

Начальная маржа – это залог. Если держатель открытых позиций по каким-либо причинам отказывается выполнять свои обязательства, то он те-

ряет залог. А его контрагент использует эту сумму для покрытия своих возможных убытков.

Таким образом, начальная маржа выполняет две важные функции: во-первых, она регулирует количество фьючерсных контрактов, которые могут быть куплены или проданы одним игроком; во-вторых, является гарантом исполнения обязательств.

Расчетная палата устанавливает минимальную сумму средств, которая должна находиться на счете клиента – она может равняться или быть ниже начальной маржи. Если в результате проигрыша по фьючерсному контракту на клиентском счете окажется меньшая сумма, клиент обязан восстановить ее величину до требуемого уровня. В противном случае брокер или расчетная палата закроет его открытую позицию. Условия контрактов могут допускать внесение начальной маржи, как деньгами, так и ценными бумагами.

По результатам фьючерсных торгов расчетная палата ежедневно определяет проигрыши и выигрыши участников и соответственно списывает деньги со счета проигравшей стороны и зачисляет их на счет выигравшей. Сумма выигрыша или проигрыша, начисляемая по итогам торгов, называется вариационной или переменной маржой.

Вариационная маржа – это прибыль или убыток от операций на рынке фьючерсов.

Вариационная маржа (M_B) для покупателя равна:

$$M_B = (\Phi_3 - \Phi)K_K K_e, \quad (1)$$

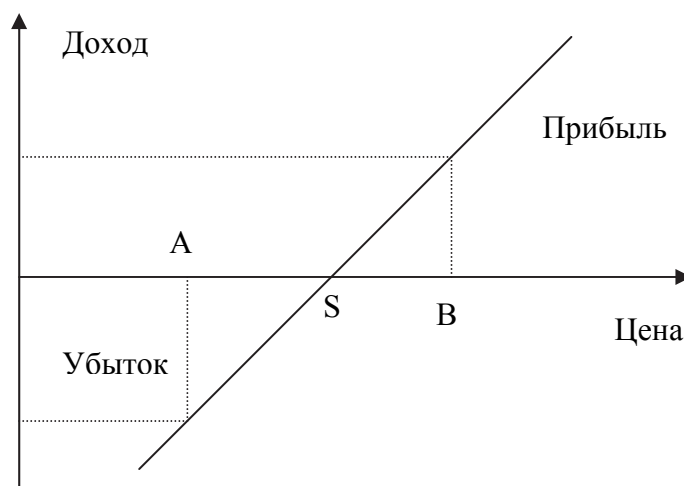
где M_B – величина вариационной маржи; Φ – цена покупки фьючерса сегодня или вчерашняя цена закрытия (в пересчёте на 1 ед. базового актива); Φ_3 – сегодняшняя цена закрытия (в пересчёте на 1 ед. базового актива); K_K – количество фьючерсных контрактов; K_e – количество единиц базового актива в фьючерсном контракте.

Для продавца вариационная маржа равна:

$$M_B = (\Phi - \Phi_3)K_K K_e, \quad (2)$$

где Φ – цена продажи фьючерса сегодня или вчерашняя цена закрытия (в пересчёте на 1 ед. базового актива).

Таким образом, если лицо открывает длинную позицию и в последующем закрывает ее по более высокой цене, то разница между данными ценами составит его выигрыш. Если же он закроет позицию по более низкой цене, то разница составит его проигрыш. Таким образом, покупатель контракта будет выигрывать при дальнейшем росте фьючерсной цены (рис. 2).



т. А, В – возможные цены на актив, сложившиеся на реальном рынке к моменту исполнения контракта (спот-цена), т. S – цена исполнения контракта (страйк-цена).

Рис. 2. Доход по длинной позиции фьючерсного контракта

Продавец контракта выиграет, если закроет позицию по более низкой цене, и проиграет, если закроет ее по более высокой. Таким образом, продавец контракта выигрывает от дальнейшего падения фьючерсной цены (рис. 3).

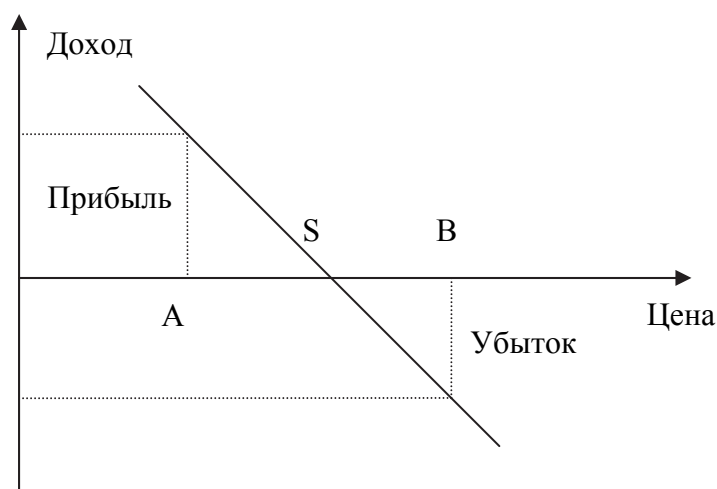


Рис. 3. Доход по длинной позиции фьючерсного контракта

Участник контракта может держать свою позицию открытой в течение длительного времени, например, несколько дней. В таком случае расчетная палата определяет по итогам каждого дня его проигрыши или выигрыши. Позиция инвестора в этом случае рассчитывается каждый день на основе котировочной или расчетной цены. Котировочная цена — это цена, которая определяется по итогам торговой сессии как некоторая средняя вели-

чина на основе сделок, заключенных в ходе данной сессии. Каждая биржа сама определяет методику расчета котировочной цены.

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. Например, котировочная цена предыдущего дня составила 1000 руб. Лимитное ограничение цены равно 10%. Это означает, что в ходе следующей сессии фьючерсная цена может изменяться только в пределах от 900 до 1100 руб. Если будут подаваться заявки по более высоким или низким ценам, то они будут отклонены.

На рынках товарных фьючерсов последний день торговли срочным контрактом предшествует дню поставки. Теоретически может сложиться такая ситуация, когда цена базового актива в день поставки сильно изменится. Поэтому для корректировки «вчерашней» котировочной цены и «сегодняшней» цены поставки Клиринговая палата биржи начислит хеджеру дополнительную эквивалентную маржу.

Эквивалентная маржа – это разница между ценой базового актива в день поставки и фьючерсом в последний день торговли.

Для покупателя эквивалентная маржа (M_3) равна:

$$M_3 = (B_{\Pi} - \Phi_{\Pi})K_K K_e, \quad (3)$$

где M_3 – величина эквивалентной маржи; B_{Π} – цена 1 ед. базового актива в день поставки; Φ_{Π} – цена фьючерса в последний день торговли (в пересчете на 1 ед. базового актива); K_K – количество фьючерсных контрактов; K_e – количество единиц базового актива в фьючерсном контракте.

Для продавца эквивалентная маржа равна:

$$M_3 = (\Phi_{\Pi} - B_{\Pi})K_K K_e. \quad (4)$$

Общий результат деятельности участника срочного рынка складывается из вариационной и эквивалентной маржи:

$$\text{Результат} = M_3 + M_B. \quad (5)$$

Предметом торговли на фьючерсной площадке, также как и на рынке реального товара с поставкой спот, является стоимость или цена контракта, а также количество контрактов. Цена на фьючерсный контракт определяется на бирже путём гласных, публичных и открытых торгов. Фьючерсные контракты на разные базисные активы или даты поставки являются

разными товарами. Противоположные обязательства по одному и тому же контракту взаимно уничтожают друг друга.

Фьючерсная цена (страйк-цена) – это цена, которая фиксируется при заключении фьючерсного контракта. Она, в первую очередь, отражает ожидания инвесторов относительно будущей цены спот для соответствующего актива, также на нее влияет сезонный фактор, иногда для приблизительной ориентировки биржевики используют статистику прошлых периодов. Реальный и фьючерсный рынки – это единая система, в которой всё взаимосвязано. Если объём рынка спот превышает объём рынка фьючерсов, то влияние базового рынка на производный сильнее. А если же объём рынка спот меньше объёма рынка фьючерсов, то всё наоборот. Цена на биржевой товар устанавливается не только путём наличной торговли; спрос и предложение на товар как бы «простираются» в будущее, по мере наступления даты поставки фьючерса участники рынка просто уточняют окончательную цену.

При заключении фьючерсного контракта фьючерсная цена может быть выше или ниже цены спот базисного актива. Ситуация, когда фьючерсная цена выше цены спот, называется контанго (премия к цене спот). Ситуация, когда фьючерсная цена ниже цены спот, называется бэквордейшн (скидка относительно цены спот). Разница между ценой спот базисного актива и фьючерсной ценой называется базисом. В зависимости от того, выше фьючерсная цена или ниже, спотовой базис может быть отрицательным и положительным. К моменту истечения срока контракта базис будет равен нулю, так как страйк и спот цены сойдутся.

Модуль базиса является важнейшим индикатором перспектив рынка. Если он относительно велик, и сам базис отрицательный, то это говорит о том, что спрос на фьючерсы большой, следовательно, велика вероятность того, что цены в системе «спот + фьючерс» будут расти. Если наоборот, модуль базиса относительно мал, то избыточное предложение «прижимает» фьючерс к споту, следовательно, с большой долей вероятности рынок будет либо стоять на месте, либо падать. Ограничителем базиса является норма банковского процента (стоимость денег во времени).

Некоторые специалисты рассматривают фьючерс как сегодняшний прогноз на будущее. Да, с некоторой натяжкой это так. Однако цена на фьючерс меняется каждую секунду, отражая изменения в настроениях торговцев и в их желании покупать и продавать. А это, в свою очередь, вызвано многочисленной и разнообразной информацией, поступающей на ры-

нок. На практике получается, что реальная цена спот в день поставки очень часто значительно отличается от фьючерсных цен, которые аналитики наблюдают на протяжении времени торговли фьючерсом. Поэтому фьючерс нельзя рассматривать как инструмент прогнозирования. Фьючерс – это скорее пари на цену базового актива на некоторую дату в будущем.

Изменение данных в колонке биржевой информации «Открытые позиции» служит важнейшим индикатором перспектив системы «спот + фьючерс». Если открытые позиции растут, то это говорит о том, что на фьючерсный рынок приходят новые действующие лица и у них есть интерес заключать сделки. Рост количества открытых позиций – серьёзное свидетельство в пользу укрепления текущей рыночной тенденции. Напротив, сокращение количества открытых позиций – весомый аргумент в пользу того, что текущая тенденция понемногу исчерпывает себя.

§ 4. Биржевые опционы

Опцион – это право купить или продать товар по фиксированной цене на определённую дату в будущем в обмен на премию.

Опцион колл или опцион покупателя – это стандартный биржевой контракт, представляющий из себя, с одной стороны, право покупателя опциона купить товар по фиксированной цене на определённую дату в будущем в обмен на премию, а с другой стороны – обязательство продавца опциона продать покупателю опциона товар.

Опцион пут или опцион продавца – это договор или стандартный биржевой контракт, представляющий из себя, с одной стороны, право покупателя опциона продать товар по фиксированной цене на определённую дату в будущем в обмен на премию, а с другой стороны – обязательство продавца опциона купить у покупателя опциона товар.

Покупатель опциона, называемый также держателем или получателем опциона покупает право (но не обязательство) купить или продать товар по фиксированной цене на определённую дату в будущем в обмен на премию.

Продавец опциона, называемый также подписчиком или опционером получает от покупателя опциона премию и берёт на себя обязательство выполнить требование своего контрагента о покупке или продаже товара на определённую дату.

Премия – это некоторая сумма денег, которую выплачивает покупатель опциона продавцу, взамен приобретая право купить или продать товар.

Фиксированная цена или «страйк цена», она же цена столкновения или цена исполнения опциона – это цена покупки или продажи товара в будущем.

Определённая дата в будущем, называемая также датой поставки, датой исполнения, датой экспирации или датой реализации опциона – это такая дата, когда покупатель опциона может потребовать от продавца опциона купить или продать товар.

В зависимости от выбранной позиции участника срочного рынка выделяют следующие опционные стратегии.

Длинная позиция по колл-опциону. Покупатель колл-опциона имеет право купить актив по определенной в момент заключения контракта цене и уплачивает за это продавцу опционную премию. Покупатель при этом ожидает значительного (больше размера опционной премии) повышения цены актива на реальном рынке. График дохода покупателя колл-опциона представлен на рис.4.

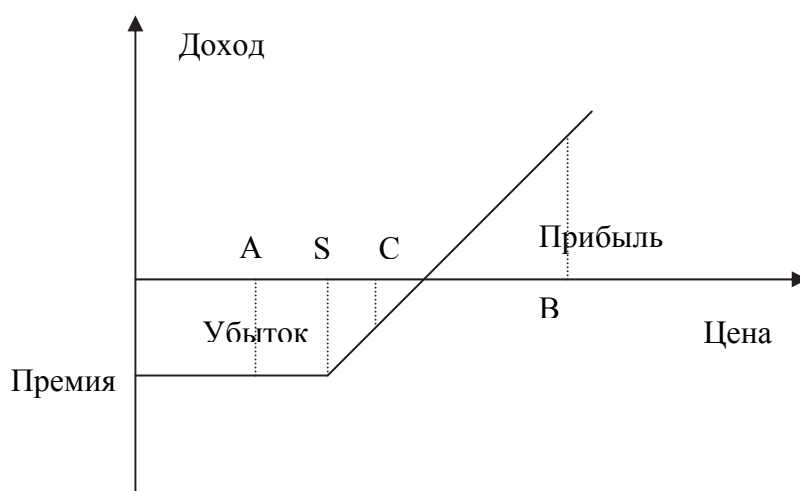


Рис. 4. Доход по длинной позиции колл-опциона

Если в момент исполнения контракта спот-цена на рынке (т. А) будет ниже страйк-цены, то участник срочного рынка не будет реализовывать контракт, поскольку ему пришлось бы совершить покупку актива по цене выше рыночной, и его убытки будут ограничены размером уплаченной опционной премии. Если в момент исполнения контракта спот-цена на рынке (т. С) будет незначительно выше страйк-цены (в пределах опционной премии), то при реализации контракта убыток участника будет уменьшаться

до нуля и составит (С-S-Премия). Если в момент исполнения контракта спот-цена на рынке (т. В) будет значительно выше страйк-цены, то участник срочного рынка при реализации контракта купит актив по цене S (ниже рыночной) и получит доход в размере (В-S-Премия).

Короткая позиция по колл-опциону. Продавец колл-опциона обязан продать актив по установленной в момент заключения контракта цене, и получает за это от покупателя опционную премию. Продавец ожидает при этом незначительного понижения цены актива на реальном рынке (в пределах опционной премии). График дохода продавца колл-опциона представлен на рис. 5.

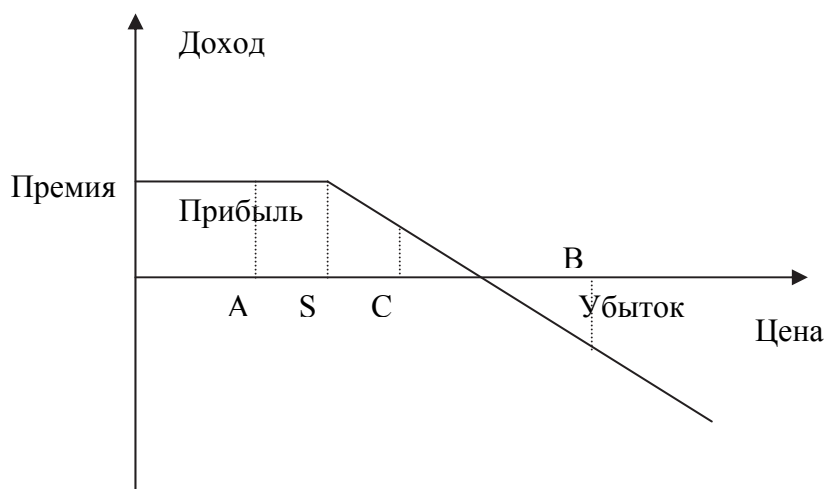


Рис. 5. Доход по короткой позиции колл-опциона

Если в момент исполнения контракта спот-цена на рынке (т. А) будет ниже страйк-цены, то покупатель не будет реализовывать контракт, и продавец получит доход в размере опционной премии. Если в момент исполнения контракта спот-цена на рынке (т. С) будет незначительно выше страйк-цены (в пределах опционной премии), то при реализации контракта доход участника будет уменьшаться до нуля и составит (S-C+Премия). Если в момент исполнения контракта спот-цена на рынке (т. В) будет значительно выше страйк-цены, то участник срочного рынка обязан реализовать контракт, продать актив по цене S (ниже рыночной) и получит убыток в размере (S-V+Премия).

Длинная позиция по пут-опциону. Покупатель пут-опциона имеет право продать актив по определенной в момент заключения контракта цене и уплачивает за это продавцу опционную премию. Покупатель при этом ожидает значительного (больше размера опционной премии) понижения

цены актива на реальном рынке. График дохода покупателя пут-опциона представлен на рис. 6.

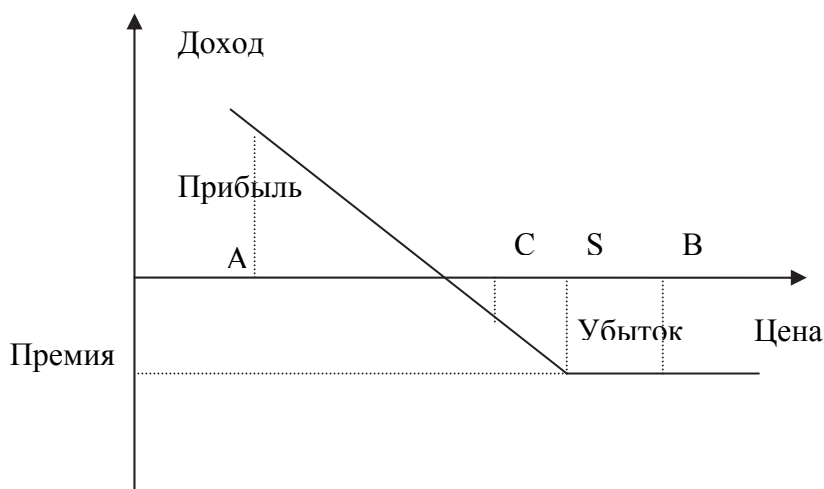


Рис. 6. Доход по длинной позиции пут-опциона

Если в момент исполнения контракта спот-цена на рынке (т. В) будет выше страйк-цены, то участник срочного рынка не будет реализовывать контракт, поскольку ему пришлось бы совершить продажу актива по цене ниже рыночной, и его убытки будут ограничены размером уплаченной опционной премии. Если в момент исполнения контракта спот-цена на рынке (т. С) будет незначительно ниже страйк-цены (в пределах опционной премии), то при реализации контракта убыток участника будет уменьшаться до нуля и составит $(S - C - \text{Премия})$. Если в момент исполнения контракта спот-цена на рынке (т. А) будет значительно ниже страйк-цены, то участник срочного рынка при реализации контракта продаст актив по цене S (выше рыночной) и получит доход в размере $(S - A - \text{Премия})$.

Короткая позиция по пут-опциону. Продавец пут-опциона обязан купить актив по установленной в момент заключения контракта цене, и получает за это от покупателя опционную премию. Продавец ожидает при этом незначительного повышения цены актива на реальном рынке (в пределах опционной премии). График дохода продавца пут-опциона представлен на рис. 7.

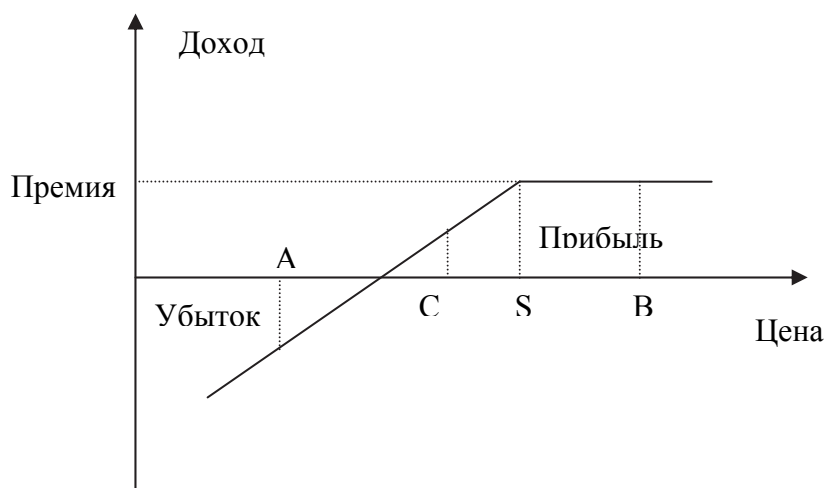


Рис. 7. Доход по короткой позиции колл-опциона

Если в момент исполнения контракта спот-цена на рынке (т. В) будет выше страйк-цены, то покупатель не будет реализовывать контракт, и продавец получит доход в размере опционной премии. Если в момент исполнения контракта спот-цена на рынке (т. С) будет незначительно ниже страйк-цены (в пределах опционной премии), то при реализации контракта доход участника будет уменьшаться до нуля и составит $(C-S+Премия)$. Если в момент исполнения контракта спот-цена на рынке (т. А) будет значительно ниже страйк-цены, то участник срочного рынка обязан реализовать контракт, купить актив по цене S (выше рыночной) и получит убыток в размере $(A-S+Премия)$.

Таким образом, продавцы опционов находятся в более рискованной позиции относительно покупателей, так как имеют потенциально неограниченные убытки и ограниченный размером опционной премии доход.

Опционы бывают двух видов: европейские и американские.

Европейский опцион — это опцион, который может быть реализован только на дату исполнения. Американский опцион может быть реализован в любое время до конца срока его действия.

У торгуемых на бирже опционов стандартизованы дата, цена исполнения и набор страйк-цен. Такие опционы можно многократно покупать и продавать. Предметом торговли на рынке биржевых опционов является премия, называемая также ценой опциона.

Премия состоит из внутренней стоимости опциона и временной (внешней) стоимости. Внутренняя стоимость возникает в том случае, если цена базового актива превосходит цену исполнения колл-опциона (цену, зафик-

сированную в контракте) или если она оказывается ниже цены исполнения пут-опциона.

Рассмотрим соотношение премии, страйк-цены и текущей цены базового актива. Если при заключении сделки по опциону колл страйк-цена меньше текущей цены базового актива, то такой опцион называют опционом «при деньгах». Если бы покупатель этого опциона мог реализовать его немедленно, то получил бы товар со скидкой. Вот почему такой опцион называется опционом «при деньгах». Опционом «при деньгах» называется также такой опцион пут, у которого страйк-цена больше текущей цены базового актива.

Опционом «при своих» или паритетным опционом называется такой опцион колл или пут, у которого страйк-цена точно или приближённо равна текущей цене базового актива. Если бы покупатель этого опциона мог реализовать его немедленно, то продал бы товар по рыночной цене.

Опционом «без денег» называется такой опцион колл, у которого страйк-цена больше текущей цены базового актива. Если бы покупатель этого опциона мог реализовать его немедленно, то купил бы товар дороже рыночной цены. Поэтому такой опцион называется опционом «без денег». Опционом «без денег» называется также такой опцион пут, у которого страйк-цена меньше текущей цены базового актива. Если бы покупатель этого опциона мог реализовать его немедленно, то продал бы товар дешевле рыночной цены.

Таким образом опционы «при своих» и «без денег» внутренней стоимости не имеют.

Внешняя стоимость опциона (временная стоимость), как и вся премия, определяется для биржевых опционов путём гласных открытых торгов на бирже. На величину премии влияет огромное количество факторов.

1. Опционная премия зависит от того, сколько времени осталось до даты исполнения опциона. Чем дальше дата экспирации от текущего момента, тем выше для покупателя вероятность благоприятного изменения рыночного курса актива, а значит выше цена опциона. Справедлива и обратная ситуация, чем меньше дней осталось до даты исполнения обязательств по опциону, тем дешевле он становится, а в момент исполнения контракта опционная премия выравнивается со значением внутренней стоимости, т.к. временная становится равной нулю. Уменьшение стоимости опциона по мере приближения даты реализации получило название распада времени в цене опциона. Уменьшение временной стоимости оп-

циона происходит с разной скоростью. На начальных этапах это уменьшение невелико, а потом становится всё более ощутимым. Это объясняется тем, что степень неопределённости практически не изменяется за 100, 99 или 98 дней до даты реализации, но весьма сильно уменьшается за 8–10 дней.

2. Уровень процентной ставки по альтернативным безрисковым вложениям. Стоимость опционного контракта непосредственно зависит от величины ставки процента, ведь в любой момент времени инвестор может вложить средства в другие менее рискованные инструменты. Когда процентные ставки растут, увеличивается и опционная премия (связано это с тем, что растут и издержки по альтернативным инвестициям). Но в этот же самый момент спрос на опционы падает, ведь появляется возможность вложить капитал под выросшие проценты без элемента риска. Когда процентные ставки низки, привлекательность опционов вырастает, при этом опционная премия становится ниже.

3. Волатильность базового актива. Высокая волатильность предмета опциона предполагает большую вероятность того, что цена на данный актив изменится в нужную сторону и опцион окажется выигрышным – все это увеличивает опционную премию. При низкой волатильности цена опциона снижается.

Если на рынке затишье и цены относительно стабильны, то премия торгуемых опционов колл и пут относительно невелика. Если наоборот, рынок лихорадит, то премия высока. Если базовый актив растёт, то премия опционов колл возрастает, а опционов пут – уменьшается. Если рынок падает, то всё наоборот (табл. 2).

Таблица 2

Зависимость величины премии опциона от состояния рынка базового актива

Вид опциона	Состояние рынка			
	Затишье	Неустойчивость	Рост	Падение
Опцион колл	Премия невелика	Премия высока	Премия возрастает	Премия уменьшается
Опцион пут	Премия невелика	Премия высока	Премия уменьшается	Премия возрастает

Источник: Царихин К. Практикум по курсу Рынок ценных бумаг. Часть 2.

4. Страйк и рыночная цена базового инструмента. Опционная премия будет больше для тех опционов, у которых страйк (цена исполнения) не

сильно отличается от рыночного курса базового инструмента, и наоборот, дешевле будут те опционы, страк которых значительно отличается от цены на базовый актив.

Помимо перечисленных основных факторов опционная премия может варьироваться в зависимости от косвенных причин.

5. Тип контракта. Опционы колл, как правило, дороже опционов пут, т.к. рост стоимости базисного актива не ограничен ни чем, а значит, безграничны потенциальные доходы покупателя и убытки продавца. Упасть же цена может максимум до нуля, поэтому по опционам put определить максимально возможные доходы и убытки можно заранее.

6. Стилль опциона. Риски продавцов американских опционов выше, чем риски продавцов опционов европейского стилия, ведь в первом случае право исполнить контракт покупатель имеет на протяжении всего срока жизни опциона (т.е. он в любой день может предъявить требования продавцу). По европейскому опциону исполнение может быть произведено только в определенные дни. Соответственно, опционная премия опциона американского типа выше, чем европейского.

7. Организация опционной торговли. Стоимость опционного соглашения зависит также от величины гарантийного обеспечения, порядка налогообложения, от рынка, на котором он торгуется (внебиржевой или биржевой), а также от ряда других косвенных факторов.

На цену опциона влияют также величины дохода (например, дивиденда), выплачиваемого по данному инструменту, коэффициента изменчивости цены этого инструмента и пр.

Все эти обстоятельства очень осложняют процесс анализа рынка ценных бумаг вообще, и рынка опционов в частности. Некоторые учёные всё же предпринимали попытки вывести некоторую формулу для определения «истинной», «справедливой» цены опциона. Широко известна формула Фишера Блэка и Майрона Шоулза, впервые опубликованная авторами в 1973 году:

$$V_c = N(d_1)P_s - \frac{E}{e^{RT}} N(d_2), \quad (6)$$

$$d_1 = \frac{\ln(P_s/E) + (R + 0.5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}}, \quad (7)$$

$$d_2 = \frac{\ln(P_s/E) + (R - 0.5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}}, \quad (8)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}, \quad (9)$$

где V_c – теоретически предсказываемая стоимость европейского опциона колл; P_s – текущая рыночная цена базисного актива; E – цена исполнения опциона (страйк-цена); R – непрерывно начисляемая ставка без риска в расчёте на год; T – время до истечения срока действия опциона, представленное в долях в расчёте на год; σ – риск базового актива, измеренный стандартным отклонением доходности актива, представленным как непрерывно начисляемый процент в расчёте на год; E – это дисконтированная стоимость страйк-цены на базе e^{RT} непрерывно начисляемого процента; $N(d_1)$ и $N(d_2)$ – обозначают вероятности того, что при нормальном распределении со средней, равной 0, и стандартным отклонением, равным 1, результат будет соответственно меньше d_1 и d_2 .*

С помощью формулы Блэка-Шоулза некоторые аналитики пытаются определить цену европейского опциона «колл» на акции, по которым не выплачиваются дивиденды в течение срока действия опциона. Вывод этой формулы достаточно сложен; ход рассуждений авторов перенасыщен некорректными допущениями и предположениями, и, как следствие, на практике цена опционов очень часто существенно отклоняется от предсказанной цены.

Если исходить из ретроспективного анализа поведения игроков на опционном рынке, то можно сделать следующие выводы.

Во время роста рынка базового актива на опционном рынке наблюдаются события:

- Премия опционов колл в положении «при деньгах» и «при своих» вырастает, а премия опционов пут в положении «без денег» и «при своих» уменьшается;
- Объём торгов опционами колл в положении «при своих» вырастает, а объём торгов опционами пут в положении «при своих» уменьшается;
- Общий объём торгов опционами увеличивается;
- Начинается торговля опционами колл в положении «без денег» с относительно высокими страйками;
- Начинается торговля опционами пут в положении «при деньгах» с относительно высокими страйками.

Когда рост рынка сменяется коридором цен, то:

* Материал по формуле Блэка – Шоулза взят из книги: Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. ИНВЕСТИЦИИ: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997. – XII, 1024 с.

- Премии по паритетным опционам выравниваются;
- Премии и объём торгов по опционам колл падают, а по опционам «пут» возрастают.

На падающем рынке:

- Премия опционов пут в положении «при деньгах» и «при своих» вырастает, а премия опционов колл в положении «без денег» и «при своих» уменьшается;

- Объём торгов опционами пут в положении «при своих» вырастает, а объём торгов опционами колл в положении «при своих» уменьшается;

- Общий объём торгов опционами увеличивается;

- Начинается торговля опционами пут в положении «без денег» с относительно низкими страйками;

- Начинается торговля опционами колл в положении «при деньгах» с относительно низкими страйками.

Когда падение рынка сменяется коридором цен, то:

- Премии по паритетным опционам выравниваются;

- Премии и объём торгов по опционам пут падают, а по опционам колл возрастают.

Так же как и при торговле фьючерсами, торговцы опционами при открытии позиций вносят залог в биржевой банк. Однако схема маржеобразования зависит от того, маржируемый или немаржируемый опцион обращается на бирже. На американском фондовом рынке обращаются преимущественно немаржируемые опционы. На российском срочном рынке с 2009г. обращаются только маржируемые опционы. В момент введения в обращение маржируемых опционов биржей декларировалась цель – обеспечить единую систему расчетов по опционам на фьючерсы и по фьючерсным контрактам и оптимизировать систему риск-менеджмента.

Сравнительный анализ маржируемых и немаржируемых опционов приведен в табл. 3.

При купле (продаже) маржируемых опционов списание (зачисление) денежных средств со счета покупателя на счет продавца не производится. Вместо этого биржа осуществляет резервирование на счете покупателя величины гарантийного обеспечения. Начисление (списание) вариационной маржи является не чем иным, как «растянутое во времени» перечисление премии. Вариационная маржа представляет собой разницу между страйк-ценой и расчетной ценой опциона (аналогично расчету вариационной маржи по фьючерсам). Расчетная цена опциона – это его теоретическая це-

на на момент окончания Расчетного периода (14:00 и 18:45). Теоретическая цена рассчитывается биржей транслируется в торговую систему, публикуется на сайте и отображается в отчетах. В ходе торгов положительная вариационная маржа не начисляется, отрицательная вариационная маржа резервируется (так же, как на фьючерсах).

Таблица 3

Отличия маржируемых опционов от немаржируемых

Немаржируемый опцион	Маржируемый опцион
1. В момент заключения опционной сделки происходит реальное движение денежных средств по счетам клиентов. У покупателя опциона списывается сумма премии, которая зачисляется на счет продавца опциона.	1. В момент заключения сделки движения реальных денежных средств на счетах покупателя и продавца опциона не происходит, происходит только резервирование гарантийного обеспечения.
2. У покупателя опциона гарантийное обеспечение не резервируется, а продавец вносит гарантийное обеспечение под опцион.	2. На счетах покупателя и продавца опциона должно быть достаточно средств для резервирования гарантийного обеспечения под опцион.
3. Вариационная маржа не считается ни у покупателя, ни у продавца опциона. Меняется размер гарантийного обеспечения у продавца опциона.	3. По итогам каждого клиринга (14:00 и 18:45 мск.) на счета покупателя и продавца зачисляется (списывается) вариационная маржа вплоть до дня экспирации опциона. Изменение цен на рынке базового актива ведет к соответствующим изменениям гарантийного обеспечения продавца и покупателя.
4. Закрытие опционной позиции ранее дня истечения срока обращения опциона. В клиринг, когда подана заявка на закрытие позиции, заключается офсетная сделка с особым признаком с ценой 0. Регистрируются сделки по базовому активу с ценой, равной страйку опциона (тип сделки – исполнение опциона). Одновременно перечисляется вариационная маржа по позиции в базовом активе. У продавца и покупателя резервируется гарантийное обеспечение под позицию в базовом активе.	
У продавца высвобождаются зарезервированные средства гарантийного обеспечения.	У продавца и покупателя высвобождается гарантийное обеспечение, зарезервированное под опцион.

Немаржируемый опцион	Маржируемый опцион
5. Если опцион эксперируется (закрывается в последний день обращения опциона). Если покупателем не подана заявка на исполнение опциона, то он истекает путем заключения в клиринге офсетной сделки с особым признаком с ценой 0.	
У продавца высвобождается гарантийное обеспечение, зарезервированное под опцион.	Перечисляется вариационная маржа по опциону. Средства под гарантийное обеспечение, зарезервированные под опцион, высвобождаются как у продавца, так и у покупателя.
Если держателем опциона подана заявка на исполнение опциона. Регистрируются сделки по базовому активу с ценой, равной страйку опциона (тип сделки – исполнение опциона). Производится перечисление вариационной маржи по позиции в базовом активе. У покупателя и продавца резервируется гарантийное обеспечение под позицию в базовом активе.	
В вечерний клиринг последнего дня обращения опциона, для закрытия позиции заключается офсетная сделка с особым признаком с ценой 0. У продавца высвобождается гарантийное обеспечение, зарезервированное под опцион.	Гарантийное обеспечение, зарезервированное под опцион, высвобождается как у продавца, так и у покупателя опциона.

При покупке немаржируемого опциона со счета покупателя опциона списывается премия, которая зачисляется на счет продавца опциона и до экспирации счет покупателя не меняется.

В случае опциона колл, маржу вносит только продавец непокрытого опциона (на момент подписания опциона у участника нет в наличии базового актива, например, акций), а продавец покрытого опциона просто вносит в залог базовый актив, на который контрагуется продажа. Поскольку только у продавца могут возникнуть финансовые обязательства, покупатель опциона при неблагоприятном для него движении цены просто не требует его исполнения.

На американском срочном рынке величина маржи равна большему из двух чисел¹:

¹ Шарп, У. Инвестиции. Пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 1024 с.

- премия опциона плюс 20% рыночной стоимости базисных акций, минус разность между ценой исполнения опциона и рыночным курсом акции (при условии, что цена исполнения больше, чем рыночный курс акции);

- премия опциона плюс 10% рыночной стоимости базисных акций.

В случае опциона пут от продавца опциона требуется иметь на счету сумму, достаточную для покупки акций в случае неблагоприятного развития событий. Величина маржи равна большему из двух чисел:

- премия опциона плюс 20% рыночной стоимости базисных акций, минус разность между рыночным курсом акции и ценой исполнения опциона (при условии, что рыночный курс акции больше, чем цена исполнения);

- премия опциона плюс 10% рыночной стоимости базисных акций.

Покупатель или держатель опциона может закрыть позицию либо путём продажи этого же опциона, либо реализовав своё право по достижении даты экспирации. Если же этого не произошло, то его позиция закрывается автоматически. Продавец опциона может закрыть позицию либо путём покупки этого же опциона, либо выполнив своё обязательство по отношению к покупателю. Если же этого не произошло, то его позиция закрывается автоматически. Клиринговая палата биржи возвращает продавцу опциона его залог.

Как мы видим, и продавец, и покупатель, могут досрочно ликвидировать свои обязательства по опционам, совершив обратную сделку. Такой способ закрытия позиций аналогичен способу закрытия фьючерсных позиций и широко применяется на практике. Следует, однако, помнить, что для закрытия позиций покупателю необходимо продать, а продавцу – купить такой опционный контракт, параметры которого точно совпадают с параметрами ранее заключённого опциона. То есть у двух опционов должны быть одинаковыми:

- вид опциона (колл или пут);
- базовый актив;
- дата исполнения;
- страйк-цена.

Если хотя бы одно из этих требований не исполняется, то тогда позиции не могут быть закрыты.

§ 5. СВОП-контракты

Своп – это соглашение между двумя контрагентами об обмене в будущем платежами в соответствии с определенными в контракте условиями.

Сделка состоит из двух частей: первичный обмен (открытие свопа) и обратный обмен (закрытие свопа). Предметом сделки могут являться различные активы, срок сделки оговаривается дополнительно в контракте. 70% свопов имеют срок до одной недели.

Цели, с которыми заключаются свопы:

1. Улучшение структуры активов по срокам или качеству;
2. Снижение (хеджирование риска) рисков неблагоприятного изменения процентных ставок и курсов валют, а также затрат;
3. Получение прибыли (например, кредиты в разной валюте и/или под разные процентные ставки, фиксированные или "плавающие");
4. Перенос позиции при осуществлении спекулятивных операций на валютном и денежном рынках.

Сделки своп можно классифицировать по различным основаниям. В зависимости от того, в отношении какого актива заключается контракт, можно выделить:

- Процентный своп в отношении условной денежной суммы, на которую начисляются платежи, предусмотренные договором;
- Валютный своп в отношении валюты;
- Товарный своп в отношении какого-либо продукта;
- Своп на ценные бумаги.

Процентный своп – производный финансовый инструмент в форме договора между двумя сторонами об обмене процентными платежами на определенную, заранее оговоренную условную сумму. Фактически, это соглашение о том, что в определенную дату одна сторона заплатит второй стороне фиксированный процент на определенную сумму и получит платеж на сумму процента по плавающей ставке (например, по ставке LIBOR) от второй стороны. На практике такие платежи неттингуются и одна из сторон выплачивает разницу указанных выше платежей.

Мотивы у сторон различные: одна привлекает денежные средства, исходя из плавающей ставки, например LIBOR, но желает захеджировать риск изменения ставки по займу, другая сторона привлекает денежные средства по фиксированной ставке, но в будущем ожидает снижения про-

центных ставок и желает привлечь денежные средства по плавающей ставке. Как правило, договоренности 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:

1. Процентные свопы по фиксированной ставке 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;

2. 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;

3. 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.

Базис для исчисления процентной ставки включает в себя все элементы, необходимые для расчета процентных платежей, в том числе:

- процентную ставку-ориентир, например LIBOR;
- платежные периоды и даты;
- число дней в году для расчета.

В Российской Федерации 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 займы с фиксированной ставкой. Плавающая ставка характерна для займов, выдаваемых на сроки больше 1 года (такие займы выдаются лишь крупными банками кредиторам 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 Российской Федерации – жесткая географическая привязанность кредиторов к источникам кредитования. Кредитные компании предпочитают проводить регулярный мониторинг ссуд, что при географической удаленности кредитора 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 ссуды в разных валютах.

Операции своп используются банками в следующих целях:

1. Для совершения коммерческих сделок (продажа валюты на условиях немедленной поставки и одновременная её покупка на срок).

2. Для приобретения необходимой валюты без валютного риска (на основе покрытия контрделкой) для обеспечения международных расчётов, диверсификации валютных активов.

3. Для взаимного межбанковского кредитования в двух валютах. Применительно к свопу дата исполнения более близкой сделки называется датой валютирования, а дата исполнения более удаленной по сроку обратной сделки – датой окончания свопа.

В абсолютном большинстве случаев валютные свопы подразумевают закрытие сделки в течение очень короткого периода, поэтому они аналогичны межбанковским займам 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 банка-

ми для переноса валютных позиций на более поздние сроки расчетов. Центрбанк России использует сделки валютный своп для решения проблемы периодически возникающего дефицита рублевой ликвидности на межбанковском рынке: он покупает американские доллары за российские рубли сроком «сегодня» по официальному курсу американского доллара к российскому рублю (базовому курсу) с их последующей продажей сроком «завтра».

Основными параметрами валютного своп контракта являются:

- предмет сделки (например, валютная пара EUR/USD). В результате сделки продавец EUR по первой части свопа получает по фиксированному курсу USD;
- срок контракта (как правило, своп контракты имеют краткосрочный характер). Например, различают контракты Today/Next (первая часть с датой валютирования или исполнения сегодня, а вторая – на следующий день), Tom/Next (Завтра/Послезавтра), Spot/Next (Второй рабочий день/третий рабочий день) и Forward Contract/Next (Третий день и дальше/Следующий рабочий день);
- цена (курс) первой и второй частей сделки. Разница между ними – своп-разница, являет собой аналог процентной ставки по сделкам РЕПО. Зависит от прогноза курсов и процентных ставок.

Товарный своп – соглашение между двумя сторонами, когда одна из сторон соглашается купить или продать продукт за фиксированную цену в определенные даты, а другая сторона готова соответственно продать или купить этот продукт по текущей рыночной цене в те же самые даты. Исходной целью товарного свопа является 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. Товарный своп подразумевает, что участники контракта договариваются о выполнении следующих условий:

- одна из сторон обязуется покупать продукт у второй стороны по фиксированной на момент подписания контракта цене;
- вторая сторона обязана покупать продукт у первой по плавающей цене, в качестве которой может выступать средняя биржевая цена за оговоренный в контракте период.

Если сумма денежных средств, исчисленная на основе фиксированной цены, превышает сумму, исчисленную на основе плавающей, то разница выплачивается стороне, которая покупает продукт по плавающей цене, а получает по фиксированной, и наоборот. Получается своеобразная игра, в которой побеждает тот, кто в состоянии лучше предсказать будущую цену.

Своп на акции – своп, при котором обмениваемые потоки платежей базируются на полной доходности по некоторому фондовому индексу и некоторой процентной ставке (постоянной или переменной).

Популярной стратегией инвестирования может быть своп на спрэд между АДР и обычными акциями. Не секрет, что большинство АДР торгуется со значительной уступкой в цене к обычным акциям, и многие иностранные и российские инвесторы хотели бы не просто инвестировать денежные средства в АДР или акции, но и извлечь выгоду от изменения совместного вложения в данные активы путем покупки спреда. В данном случае одной из форм инвестирования может быть своп на спрэд между АДР и акциями, торгуемыми на российском рынке. Примером является своп на спрэд между АДР и местными акциями Газпрома. Кроме свопа на акцию, корзину акций или индекс, в мировой финансовой практике есть примеры свопа обмена платежей между двумя индексами, акцией и индексом, акцией и акцией.

Тема 4. СПЕКУЛЯЦИЯ И ХЕДЖИРОВАНИЕ ПРОИЗВОДНЫМИ ФИНАНСОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

§ 1. Спекуляция и хеджирование фьючерсными контрактами

Важной функцией фьючерсных рынков является создание возможности для участников уменьшить или контролировать ценовой риск путем переноса его на других участников. Деятельность по торговле фьючерсными контрактами с целью уменьшения или контроля над ценовым риском называется хеджированием. Фьючерс используется в двух основных целях: для спекуляции и для хеджирования.

Спекуляция носит всегда краткосрочный характер. Участника всегда интересует выигрыш в страйк-ценах на фьючерсы: купить фьючерс по более низкой страйк-цене, продать по более высокой.

Участие хеджеров во фьючерсной торговле связано с реальными операциями, касающимися товаров или финансовых инструментов, лежащих в основе фьючерсного контракта. Участник может считаться хеджером, если его действия основаны на двух мотивах: присутствие на рынке реального товара и заинтересованность в уменьшении риска. Различные виды хеджеров по-разному ведут свои операции. Так, производители и потребители товаров часто имеют большие объемы фьючерсных контрактов, но операции с ними осуществляют относительно редко. Их позиции часто остаются без изменений долгое время. При этом они хеджируют от относительно крупных изменений цен. Огромная масса торговцев использует фьючерс для планирования своей производственно-хозяйственной деятельности и страхования от неблагоприятной ценовой динамики.

Страхование или хеджирование состоит в нейтрализации неблагоприятных изменений цены того или иного актива для инвестора, производителя или потребителя. Хеджирование способно оградить хеджера от потерь, но в то же время лишает его возможности воспользоваться благоприятным развитием конъюнктуры. Хеджирование может быть полным или неполным (частичным). Полное хеджирование целиком исключает риск потерь, частичное хеджирование осуществляет страхование только в определенных пределах.

Существует хеджирование продажей и покупкой фьючерсного контракта.

Пример. Хеджирование продажей контракта.

Фермер ожидает через три месяца получить урожай пшеницы, которую он поставит на рынок. Существует риск, что к этому моменту времени цена на зерно может упасть. Поэтому он решает застраховаться от ее падения с помощью заключения фьючерсного контракта.

Фьючерсная котировка с поставкой пшеницы через три месяца равна 600 тыс. руб. за тонну. Фермера устраивает данная цена с точки зрения окупаемости затрат и получения прибыли, и он продает фьючерсный контракт. Допустим, что через три месяца на спотовом рынке цена пшеницы составила 500 тыс. руб, тогда осуществляя поставку пшеницы на местный рынок по спотовой сделке фермер получил 500 тыс. руб, но по фьючерсному контракту выиграл 100 тыс. руб. В итоге по операции он получил 600 тыс. руб. за тонну пшеницы, как и планировал.

Рассмотрим другой вариант: к моменту поставки зерна цена на спотовом рынке выросла до 700 тыс. руб за тонну. Это значит, что фермер продал его за 700 тыс. руб, однако по фьючерсному контракту он потерял 100 тыс. руб. Общий итог операции составил для него 600 тыс. руб. Таким образом, заключение фьючерсного контракта позволило фермеру застраховаться от падения цены на пшеницу, однако во втором случае он не смог воспользоваться благоприятной конъюнктурой.

Пример. Хеджирование покупкой контракта.

Производителю хлеба через три месяца понадобится новая партия пшеницы. Чтобы застраховаться от возможного роста цены он решает купить фьючерсный контракт с котировкой 600 тыс. руб. Допустим, что к моменту истечения срока контракта цена на спотовом рынке составила 700 тыс. руб. Тогда производитель уплачивает данную сумму по спотовой сделке и получает выигрыш по фьючерсному контракту в размере 100 тыс. руб. В итоге цена приобретения пшеницы для него равняется 600 тыс. руб.

Предположим другой вариант: к моменту покупки зерна цена упала до 500 тыс. руб. Тогда производитель приобрел его дешевле, но проиграл на фьючерсном контракте. Вновь уплаченная по итогам операции сумма составила для него 600 тыс. руб.

Таким образом, продавая фьючерс, хеджер страхуется от понижения цен, покупая фьючерс, хеджер страхуется от повышения цен. Возможные потери хеджера в случае неблагоприятного изменения цен – плата за страхование.

Иногда на фьючерсном рынке встречаются хеджер с хеджером. Например, нефтеперерабатывающий завод покупает нефтяные фьючерсы у нефтедобывающей компании. Очень много сделок происходит также между спекулянтами – один из них играет на повышение, а другой – на понижение.

Кроме того, на рынках товарных фьючерсов хеджер не только страхуется, но также и планирует свою будущую производственно-хозяйственную деятельность.

Фьючерсный рынок – это инструмент планирования и страхования, интегрированный в рыночную экономику.

Если глубина поставки по фьючерсам недостаточна для эффективного хеджирования, то хеджер может применить приём, называемый «пересадка с фьючерса на фьючерс». Суть его состоит в том, что незадолго до закрытия контракта хеджер закрывает на нём свою позицию и сразу же открывает аналогичную позицию на фьючерсе с более отдалённой датой поставки. Чисто теоретически такую позицию можно «тянуть» практически бесконечно.

Можно торговать фьючерсом не только на акции или облигации, но и на валюту, индексы, процентные ставки и даже на итоги выборов президента! Фьючерсы на индексы и процентные ставки называются финансовыми фьючерсами или фьючерсами на финансовые инструменты.

Фьючерс на индекс – это пари на величину того или иного индекса на определённую дату в будущем. Для того чтобы начать торги таким фьючерсом нужно определить цену одного пункта. Представьте себе, что текущее значение индекса S&P равно 900. Фьючерс идёт по 910. Игрок купил 1 контракт. Сколько выиграет игрок, если цена фьючерса вырастет на 1 пункт? Это и будет цена одного пункта.

С помощью фьючерса на индекс участник рынка может, во-первых, спекулировать на движении индекса, не имея дела с реальными ценными бумагами, входящими в его состав, а во-вторых, хеджировать портфель ценных бумаг. Если инвестор владеет портфелем ценных бумаг, в котором спектр акций, обращающихся на рынке, представлен достаточно полно. Очевидно, что совокупная стоимость такого портфеля будет хорошо коррелировать с движением индекса. Даже если рыночный индекс сильно вырос, в то же время существует опасность обратного движения рынка. Инвестор опасается, что стоимость его портфеля упадёт и поэтому продаёт

фьючерс на индекс, осуществляя хеджирование всей совокупности принадлежащих ему бумаг.

Фьючерс на процентные ставки является не менее интересным инструментом. Допустим, что текущее значение ставки MIBOR (Московская межбанковская ставка) равно 15%. Фьючерс на MIBOR с поставкой через полгода идёт по 16,5%. Если игрок рассчитывает на рост процентных ставок, то он покупает фьючерс. Если на падение – то продаёт. Так же как и в случае с фьючерсом на индекс, в данном случае биржа должна определить стоимость процентного пункта. С помощью фьючерса на процентные ставки можно не только играть на изменении этих ставок, но и хеджировать портфель облигаций. Известно, что курс облигаций падает, если процентные ставки растут. Если инвестор опасается за рыночную стоимость пакета своих облигаций, то он может подстраховаться покупкой фьючерса на процентные ставки.

В последние десятилетия фьючерсные и опционные рынки стали, как магнит притягивать спекулянтов, ведь здесь можно активно торговать, не обременяя себя заботами о поставке реального товара. Кроме того, залоги на фьючерсы и опционы меньше стоимости соответствующих активов в 20–30 раз! Со временем на фьючерсных и опционных площадках сложился своеобразный *modus vivendi*: крупные торговцы страховались от неблагоприятной ценовой динамики, перекладывая риски на спекулянтов. Последние взамен получали свое вознаграждение.

Фьючерс на ценные бумаги является излюбленным инструментом спекулятивной игры. Фьючерс подвижен, залоги небольшие, выигрыш получаешь сразу же после окончания сессии. Однако игра на фьючерсе – вещь крайне рискованная. На фьючерсе можно крупно выиграть, но можно также крупно проиграть.

В целом рынок фьючерсов и опционов (их еще называют производными биржевыми или финансовыми инструментами) полностью зависел от рынка реального товара (который называют также рынком базового актива или просто базой). Однако в последнее время наблюдается тревожная тенденция: спекулянты на фьючерсных рынках достигли такой невообразимой мощи, что начинают диктовать свои условия базовым рынкам, расшатывая и дестабилизируя последние. Такая ситуация возможна только тогда, когда в обществе избыток свободных денежных средств; масштабная спекуляция немыслима при дефиците денег.

В научной литературе по биржам спекулянтам приписывается роль положительная и прогрессивная, кое-где можно даже встретить утверждения, что они якобы даже способствуют «стабилизации» рынка. Такая точка зрения ошибочна. Известный миллиардер и биржевой игрок Джордж Сорос в своих книгах, например, доказывает обратное.

Если посмотреть на эту проблему объективно, то можно увидеть, что роль спекулянтов двойственна. Они, с одной стороны, поддерживают ликвидность на торговых площадках, принимают на себя риски, а с другой стороны, расшатывают мировые рынки. В этом проявляется одно из противоречий современной биржевой системы, которое каким-то образом должно быть снято в процессе дальнейшего развития.

§ 2. Спекуляция и хеджирование опционами

Операции с опционами для участников срочного рынка имеют те же цели, что и операции с фьючерсами.

Среди крупных игроков на рынке товарных опционов очень много производителей и потребителей минерального сырья, продуктов сельскохозяйственного производства и прочих товарных активов. Эти торговцы используют опционы для хеджирования от неблагоприятной ценовой динамики и для планирования своей будущей производственно-хозяйственной деятельности.

Опцион является не менее лакомым кусочком для спекулянта, чем фьючерс. По сути, на опционах мы наблюдаем ту же картину: маленькие залогов, стремительно изменяющийся курс премии, возможность досрочно закрыть позицию путём совершения офсетной сделки. Все эти обстоятельства и привлекают спекулянтов на площадку, где ведётся регулярная торговля опционами.

Рассмотрим операцию хеджирования на конкретном примере.

Пример. Хеджирование закупок сырья со стороны нефтеперерабатывающего завода.

Нефтеперерабатывающий завод покупает на рынке нефть и использует её в качестве сырья для производства бензина. Завод заинтересован в низких ценах на нефть. Высокие цены на сырьё для него чрезвычайно нежелательны. Директор нефтеперерабатывающего завода опасается, что в ближайшем будущем цена на нефть возрастет, и поэтому покупает европейский опцион колл на нефть. Если к дате поставки цена на нефть возрастет, то завод купит нефть, реализуя право покупателя опциона: рост цен не

нанесёт ему ущерба. Если же к дате поставки цена на нефть упадёт, то завод может закупить подешевевшее сырьё на рынке спот. Следует, однако, помнить, что за такие возможности завод уплатил премию.

На этом примере видно, что опцион является более гибким и удобным инструментом хеджирования, чем фьючерс. Если цена идёт против хеджера, то он не несёт убыток. Правда, за такое преимущество приходится расставаться с премией. Хеджировать можно не только сырьё, но и готовую продукцию.

Пример. Хеджирование готовой продукции со стороны нефтеперерабатывающего завода. Нефтеперерабатывающий завод заинтересован в высокой цене на бензин. Директор завода опасается, что в недалёком будущем цены на бензин упадут. Чтобы застраховаться от предполагаемого падения, бизнесмен покупает европейский опцион пут на бензин.

Хеджироваться можно не только с помощью европейских, но также и с помощью американских опционов. Покупая американский опцион колл или пут, хеджер получает возможность реализовать своё право в течение всего срока до даты экспирации, что в некоторых случаях очень удобно. Однако следует помнить, что на пути к успешному хеджированию может вырасти препятствие, которое называется неликвидностью рынка. Рынок бывает неликвидным, когда торги по какому-то опциону либо вообще не проходят, либо проходят очень вяло и хеджер не имеет возможности за короткий срок без существенных потерь в цене купить требуемое количество опционных контрактов.

Таким образом, опционы колл покупают потребители сырья, выступающие на бирже в качестве покупателей базовых активов. Опционы пут покупают производители товара, выступающие на бирже в качестве продавцов базовых активов. А кто же выступает на рынке в качестве продавцов опционов? Опционы продают спекулянты.

Вернёмся к примеру с нефтеперерабатывающим заводом. Директор завода решил застраховаться от падения цен на бензин и купил европейские опционов пут. Его контрагентом является спекулянт. На что он рассчитывает? И почему он продаёт опцион пут, беря на себя обязательство купить бензин? Покупатель европейского опциона пут воспользуется своим правом продать только если на дату поставки цена базового актива будет ниже страйк-цены опциона. При таком варианте развития событий продавец опциона пут вынужден будет покупать бензин у покупателя опциона задорого. В любом другом случае покупателю опциона пут выгод-

нее продать нефть на рынке спот, а продавец опциона автоматически освобождается от своего обязательства, но остается с полученной при заключении контракта премией. Это первая причина, по которой спекулянт продаёт опцион пут. Кроме того, продавец опциона может досрочно закрыть свою позицию и «выйти из игры» купив такой же опцион. Если премия опциона упадёт, то такое досрочное закрытие позиций принесёт спекулянту прибыль. Это вторая причина, по которой спекулянт продаёт опцион пут.

Напомним, что премия опциона пут падает в следующих случаях:

- когда цена базового актива растёт;
- когда цена базового актива не меняется;
- при приближении даты поставки;
- при уменьшении неустойчивости рынка;
- при увеличении процентных ставок.

Всё вышесказанное может быть отнесено и к продавцам опционов колл, но с той лишь разницей, что продавец такого опциона заинтересован в том, чтобы:

- цена базового актива падала;
- цена базового актива не менялась;
- дата поставки приближалась;
- неустойчивость рынка уменьшалась;
- процентные ставки увеличивались.

Спекулянты не только продают опционы, но и покупают. Спекулянт, покупатель опциона колл заинтересован в том, чтобы:

- цена базового актива росла;
- неустойчивость рынка увеличивалась;
- процентные ставки уменьшались.

Эти факторы приводят к росту премии опциона колл и спекулянт получает возможность продать этот опцион с прибылью.

Спекулянт, покупатель опциона пут, напротив, заинтересован в том, чтобы:

- цена базового актива падала;
- неустойчивость рынка увеличивалась.
- процентные ставки уменьшались.

Эти факторы приводят к росту премии опциона пут и спекулянт получает возможность также продать этот опцион с прибылью.

Однако, надо заметить, что спекуляция опционами – занятие крайне рискованное. Особенно сильному риску подвергается продавец непокрытого опциона колл, так как для него рост цен базового актива приводит к прямым убыткам.

Спекулянты играют важную роль в опционной торговле. Помимо того, что они обеспечивают ликвидность торгов, они берут на себя риск хеджера. Кроме всего прочего, активность спекулянтов выступает решающим фактором при ценообразовании на пассивные опционы. Почему это так?

Представим себе, что рынок базового актива начал расти. Как поведут себя в этом случае покупатели и продавцы опционов пут? Покупатели-хеджеры, скорее всего, будут держать ранее открытые позиции: мало ли что произойдёт на рынке, рост может смениться падением. А вот покупатели-спекулянты будут стремиться продать свои контракты, так как если держать их до поставки, то тогда, если рынок вырастет, премия будет потеряна целиком. Закрыв же позиции досрочно, можно вернуть себе часть премии. Спекулянты-продавцы опционов пут пойдут навстречу покупателям. Обременённые залогами, они будут выискивать малейшую возможность выйти из игры и устремиться на площадку, где торгуют опционами колл, чтобы попытаться делать деньги там. В результате активности двух последних групп игроков премия опционов пут будет падать.

Несмотря на то, что опцион, как и фьючерс нельзя использовать для прогнозирования рынка базового актива, однако семейство опционов может служить барометром рынка, и по динамике таких показателей как премия, объём торгов и количество открытых позиций опытный аналитик может делать выводы о грядущей динамике цен.

Дело в том, что многие крупные хеджеры и спекулянты, обладая инсайдерской информацией и серьёзными прогнозами относительно котировок того или иного товара в будущем, заблаговременно открывают позиции на рынке опционов.

Можно сформулировать несколько правил, с помощью которых можно сделать некоторые выводы о поведении рынка в будущем.

В пользу предполагаемого роста говорят следующие факторы:

- объём торгов по опционам колл несколько больше, чем по опционам пут;
- в один или несколько торговых дней происходит резкое увеличение премии, объёма торгов и, что самое важное, количества открытых позиций по опционам колл в положении «при своих» и «без денег».

Если увеличение премии, объёма торгов и открытых позиций происходит только внутри одного отдельно взятого семейства, то, скорее всего, какой-то один крупный игрок производит операцию хеджирования. Следовательно, роста цен может либо вообще не быть, либо он будет незначительным и кратковременным. А вот если увеличение премии, объёма торгов и открытых позиций происходит сразу по нескольким семействам с разными датами реализации (например, 31 марта, 30 июня и 30 сентября), то тогда, скорее всего, несколько крупных игроков выходят на рынок, хеджируя покупки сырья «на перспективу». Следовательно, можно ожидать длительного и серьёзного роста цен базового актива.

Эти рассуждения справедливы и в отношении опционов пут с той лишь разницей, что тогда речь уже будет идти о вероятном падении рынка.

В пользу предполагаемого падения говорят следующие факторы:

- объём торгов по опционам пут несколько больше, чем по опционам колл;
- в один или несколько торговых дней происходит резкое увеличение премии, объёма торгов и, что самое важное, количества открытых позиций по опционам пут в положении «при своих» и «без денег».

В пользу грядущего застоя на рынке говорят следующие факторы:

- премии и объём торгов по всем видам опционов падают;
- премии паритетных опционов колл и пут выравниваются;
- объём торгов по опционам колл и пут становятся примерно одинаковыми.

Конечно, реальное движение рынка не всегда будет совпадать с предсказанным по этой методике, так как иногда даже крупные игроки ошибаются.

До настоящего момента нами рассматривались простые стратегии хеджирования одним из видов опционов, однако часто спекулянты и хеджеры выстраивают сложные или комбинированные опционные позиции, заключающиеся в одновременной покупке и продаже различных опционов. Рассмотрим некоторые из них.

Опционный спрэд – это позиция, образуемая в результате одновременной покупки и продажи опциона колл или одновременной покупки и продажи опциона пут на какой-то один актив. Опционные спрэды бывают горизонтальными или, как их ещё называют, календарными, вертикальными и диагональными.

При горизонтальном спреде покупается и продаётся один и тот же опцион, но с разными датами экспирации разными премиями (рис. 8, 9).

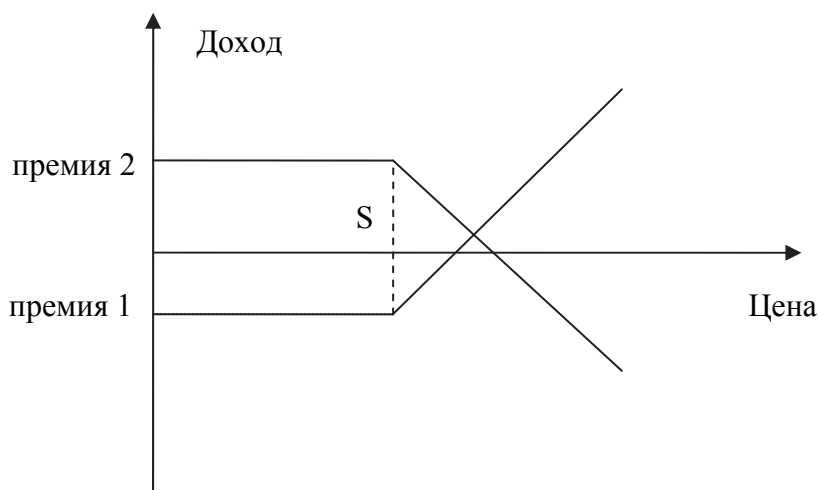


Рис. 8. Горизонтальный спред покупкой и продажей опциона колл

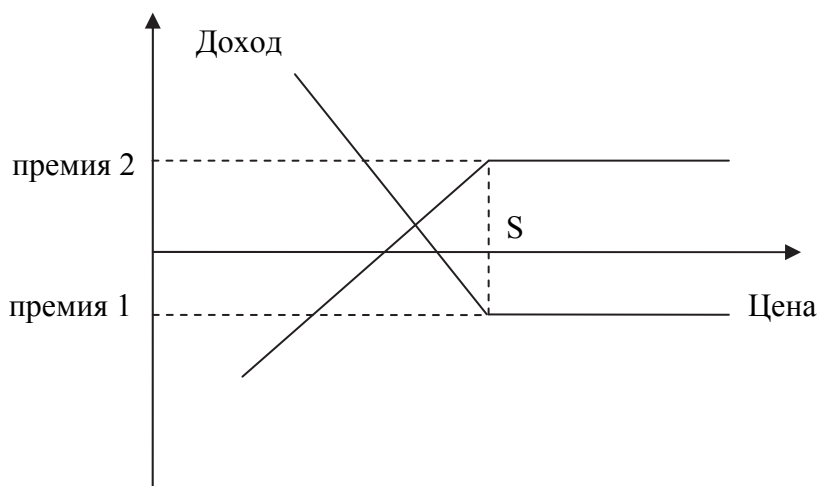


Рис. 9. Горизонтальный спред покупкой и продажей опциона пут

Участник покупает опцион с меньшей премией (недооцененный), а продает с большей (переоцененный). При приближении к дате экспирации цены опционов выравниваются и, заключив офсетные сделки по обеим позициям, участник получит доход.

При вертикальном спреде участник также играет на дисбалансе цен, покупает и продаёт опционы с одинаковой датой, но с разными страйками (рис. 10, 11). Один из них переоценен, второй – недооценен. С течением времени цены достигают своего «справедливого» уровня и, заключив офсетные сделки, участник получает доход.

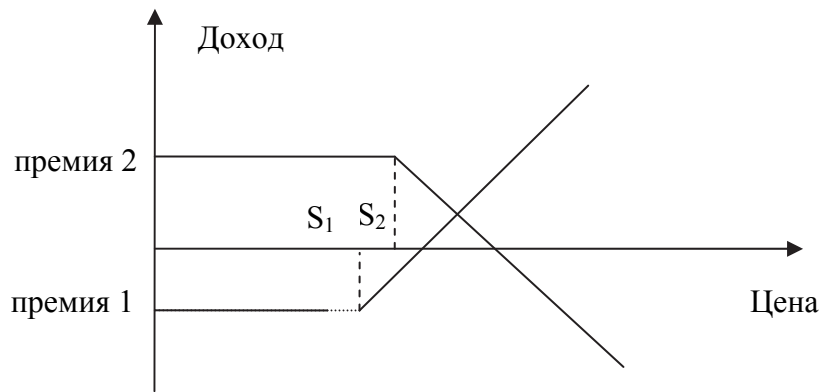


Рис. 10. Вертикальный спред покупкой и продажей опциона колл

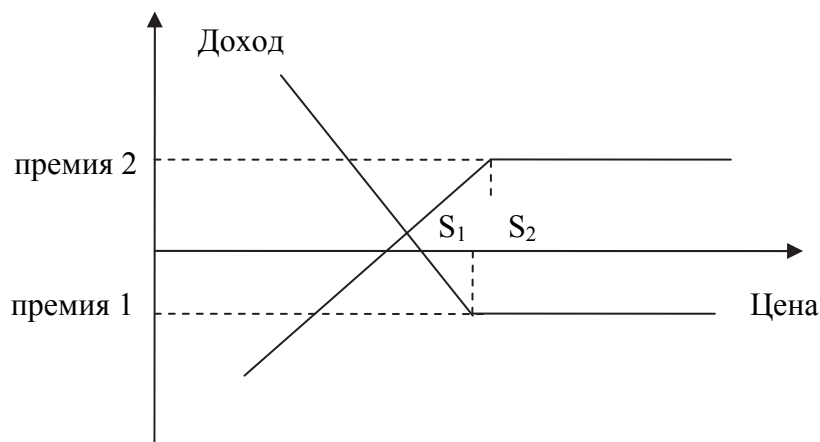


Рис. 11. Вертикальный спред покупкой и продажей опциона пут

Конечно, доходы участника по каждой позиции оказываются невелики, но если их много... При достаточно ликвидном рынке опционов игра на спредах является практически безрисковым способом заработать деньги, используя локальные перекосы цен. Даже если участник не смог закрыть спред и дело дошло до поставки, то соотношение страйк-цен по опционам и премий таково, что убытков у участника не образуется (см. рис. 8, 9, 10, 11).

Диагональный спред представляет собой комбинацию горизонтального и вертикального, вариантов построения позиций достаточно много, принцип остается тем же: покупать недооцененный опцион, продавать переоцененный.

Стеллажные операции – это одновременное покупка или продажа колл и пут опционов на одни и те же акции с одинаковой ценой и датой исполнения. Различают стеллаж покупателя и продавца.

Стеллаж покупателя состоит в покупке опционов колл и пут на одни и те же акции с одинаковой ценой исполнения, уплачивая по каждому определенный размер премии (рис. 12).

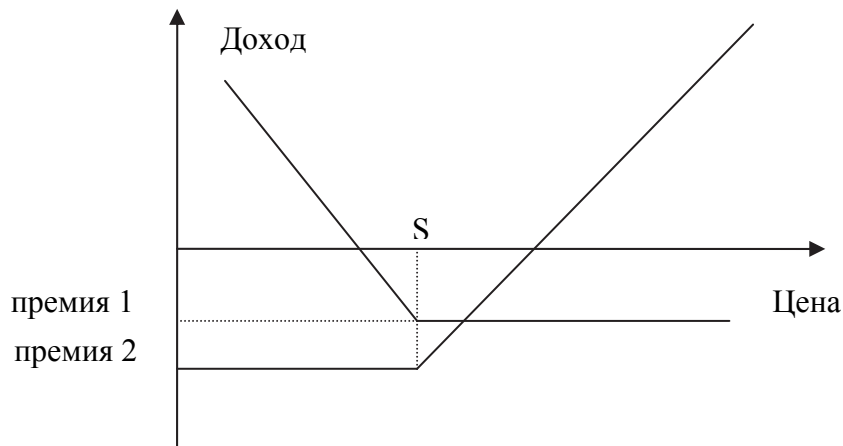


Рис. 12. Стеллаж покупателя

Такая стратегия используется, когда участник ожидает значительных колебаний курсов активов. Если курс акций увеличивается, тогда участник реализует колл опцион, а пут опцион остается нереализованным. Если курс акций уменьшается, то реализуется пут опцион. В результате полученный доход компенсирует уплаченную премию.

Стеллаж продавца состоит в продаже колл и пут опционов (рис. 13).

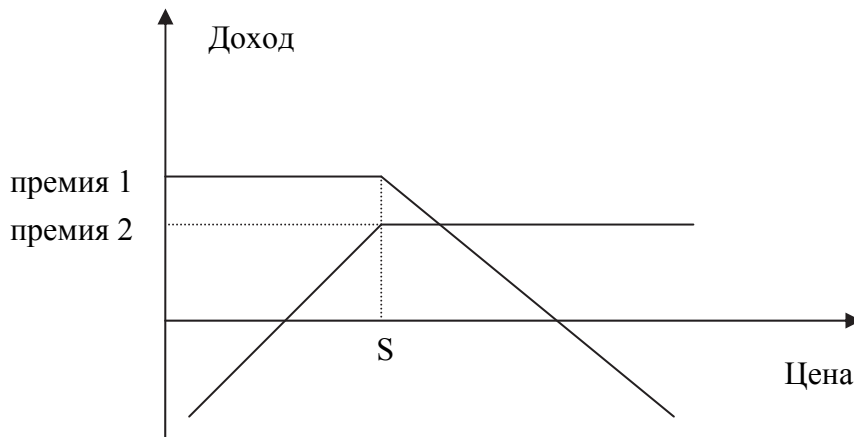


Рис. 13. Стеллаж продавца

Такая стратегия используется, когда инвестор рассчитывает на незначительные колебания курса акций. При этом его доход будет ограничен двумя премиями от продажи опционов, а любая реализация опционов означает потери для него.

Стрэнгл – это позиция, образуемая в результате покупки опциона колл и покупки опциона пут или продажи опциона колл и продажи опциона пут с одной и той же датой исполнения, но с разными страйками. На рис. 14, 15 представлены варианты стрэнгла покупателя и продавца соответственно. Понятно, что в случае стрэнгла покупателя доход участник может ожидать при значениях спот цены меньше А и больше В, в случае стрэнгла продавца – в диапазоне между А и В.

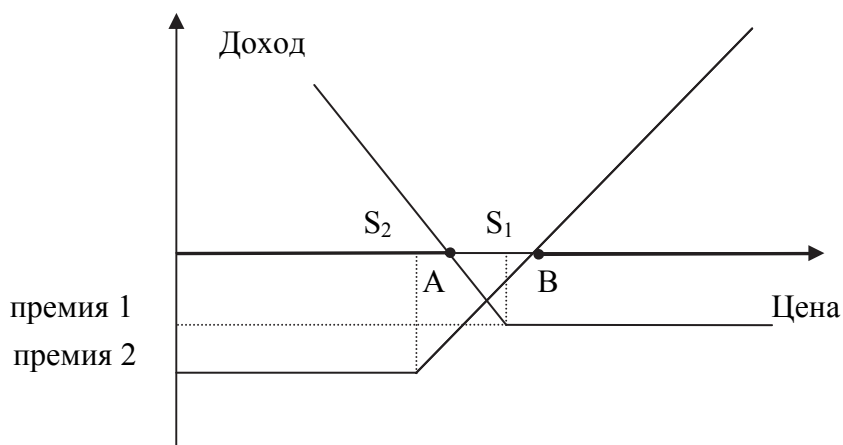


Рис. 14. Стрэнгл покупателя

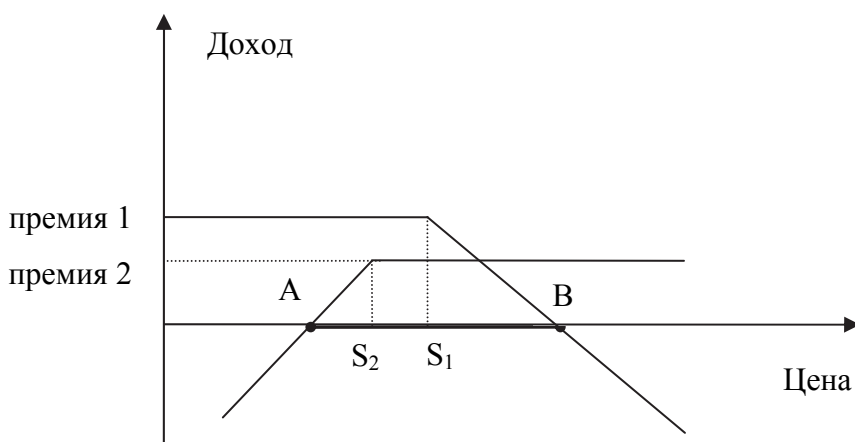


Рис. 15. Стрэнгл продавца

Стеллажи и стрэнглы можно закрывать и не дожидаясь даты поставки в случае, если текущие рыночные цены позволяют получить прибыль.

Наряду с товарными опционами и опционами на ценные бумаги, в последнее время получили достаточно широкое распространение опционы на индексы, представляющие из себя беспоставочные опционы с индексом вместо базового актива. Индексные опционы в основном применяются для хеджирования портфелей ценных бумаг (путём покупки опциона пут) и

для спекуляции на будущих ожиданиях относительно перспектив рынка. Так, например, если имеются веские свидетельства в пользу роста индекса, то имеет смысл купить опцион колл. Если же игрок думает, что рынок упадет, то следует купить опцион пут.

§ 3. Развитие рынка производных финансовых инструментов в России

Срочный рынок Московской Биржи является ведущей площадкой по торговле производными финансовыми инструментами в России. Он позволяет с минимальными издержками хеджировать риски и совершать торговые операции с фьючерсными и опционными контрактами на все классы базовых активов, торгующихся на российском рынке.

По итогам 2013 года² объем торгов на срочном рынке Московской Биржи вырос на 7% до 1,13 млрд. контрактов (48,6 трлн. руб.) (рис. 16, 17). Изменение структуры торгов отображено на рис. 18, 19. Объем открытых позиций за год увеличился на 44% до 389,9 млрд. руб. Росту объемов торгов производными финансовыми инструментами способствовали приход новых участников на рынок, общее повышение их интереса к российскому рынку опционов, а также увеличение волатильности валютных деривативов.

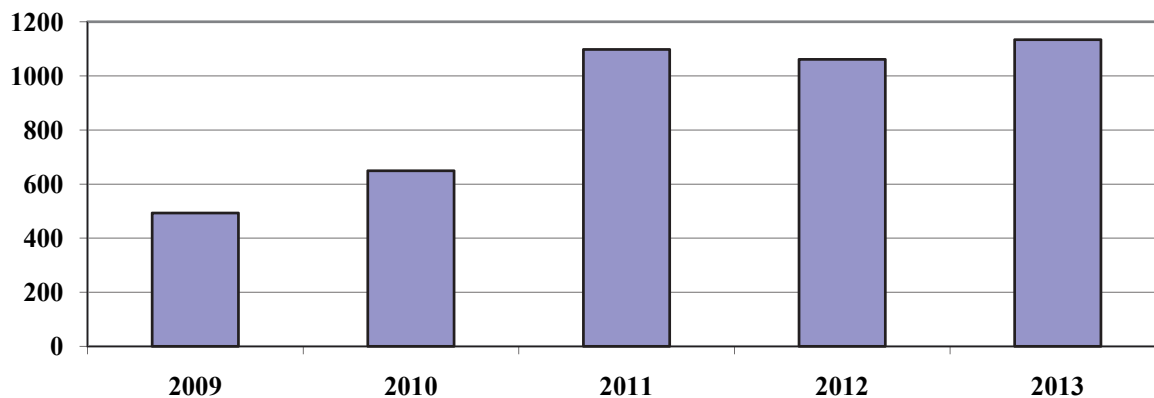


Рис. 16. Объем торгов на срочном рынке (в млн. контрактов)

² Московская биржа [Электронный ресурс] //Срочный рынок. Итоги 2013 года. – URL: http://moex.com/ru/Report/2013/srochniy_rinok_page.html

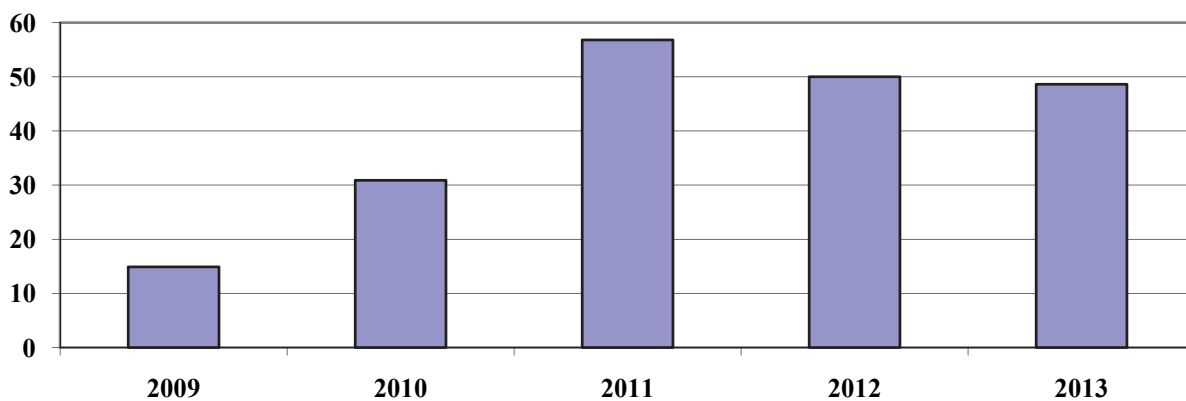


Рис. 17. Объем торгов на срочном рынке (в трлн. руб.)

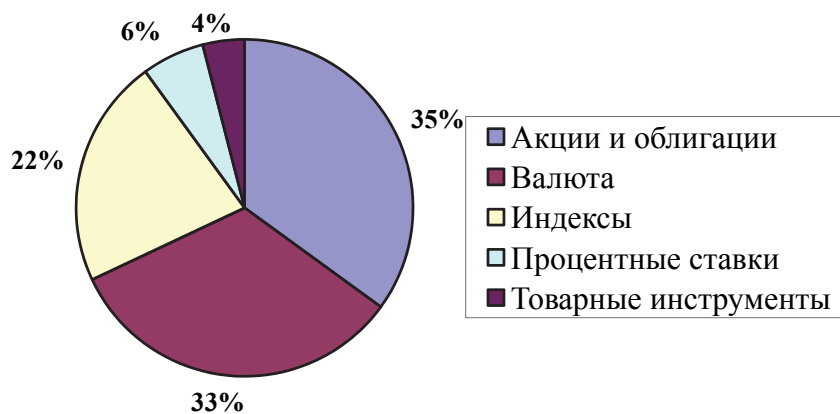


Рис. 18. Структура торгов по типам базового актива, %

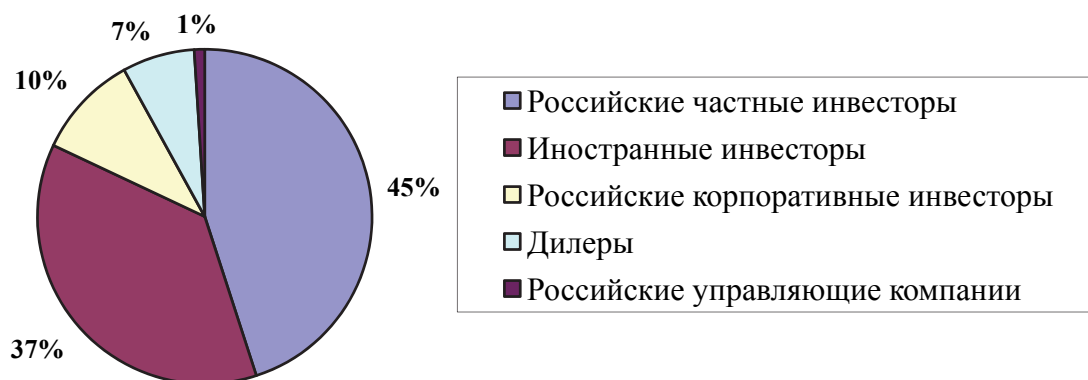


Рис. 19. Структура торгов по типам инвесторов, %

По данным НАУФОР³ объем торгов срочными контрактами на ценные бумаги и фондовые индексы падает второй год подряд и в 2013 г. составил 30 027 млрд руб., на 15,6% меньше, чем годом ранее. Динамика торгов фьючерсами и опционами оказалась разнонаправленной: объем торгов фьючерсами упал на 14,9%, а опционами, наоборот, вырос, на 23,9%. Тем не менее по-прежнему доля опционов в сделках с ПИФ на организованном срочном рынке группы «Московская биржа» остается крайне незначительной – около 10%, с тенденцией к росту.

Структура объема торгов в разрезах видов базовых активов достаточно быстро эволюционирует. Так, если для фьючерсов в 2005 г. доля фондовых индексов в объеме торгов фьючерсами (в денежном выражении) составляла 20%, то в 2010–2013 гг. она стала абсолютно доминирующей – 89,5%. Этот рост происходил за счет вытеснения из оборота фьючерсов на акции. Доля облигаций как базового актива фьючерсов, несмотря на значительный рост, по-прежнему остается крайне малой.

Для опционов прослеживаются аналогичные тенденции, но они являются более выраженными: в 2005 г. доля индексов составляла всего 3,2%, а в 2010–2013 гг. она возросла до 95,6%.

Большое внимание в 2013 году было уделено развитию продуктовой линейки: были запущены фьючерсные контракты на валютные пары доллар США/японская иена, доллар США/швейцарский франк и доллар США/украинская гривна, а также опционы на фьючерсные контракты доллар США/ российский рубль с ежемесячным исполнением.

Кроме того, Московская Биржа ввела календарные спреды на фьючерсные контракты на Индекс РТС, курс доллар США/российский рубль и золото, которые позволяют участникам срочного рынка сократить издержки и повысить эффективность управления позициями.

В апреле начались торги расчетными фьючерсными контрактами на ставку однодневных рублевых кредитов RUONIA (Ruble OverNight Index Average), рассчитываемую и публикуемую Банком России, а в июне 2013 года – фьючерсами на корзину 15-летних ОФЗ, с запуском которой линейка контрактов Московской Биржи покрыла всю кривую доходности внут-

³ Российский фондовый рынок 2013: события и факты. Составители: Трегуб А.Я. – начальник аналитического управления НАУФОР, ктн, снс; Грабуча И.Ю. – ведущий специалист аналитического управления НАУФОР. <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/rfr2013.pdf>

ренного госдолга и открыла возможности для эффективного управления портфелями государственных и корпоративных облигаций.

Среди новаций 2013 года также запуск фьючерсов на акции ОАО Московская Биржа и компании Yandex, а также на акции крупнейших немецких эмитентов – Deutsche Bank, Siemens, BMW, Volkswagen и Daimler.

Российские участники получили возможность инвестировать в ликвидные зарубежные активы без дополнительных издержек и необходимости выхода на иностранные площадки. При этом низкая корреляция с российскими акциями позволяет частным инвесторам диверсифицировать свои портфели.

Запуск фьючерсов осуществлен в рамках подписанного в июне 2013 года соглашения о сотрудничестве между Московской Биржей и Deutsche Börse, которое предполагает расширение инвестиционных возможностей участников рынка за счет новых совместных проектов.

Одним из главных проектов 2013 года стал запуск рынка стандартизированных производных финансовых инструментов (ПФИ) с клирингом через центрального контрагента (ЦК). В числе его преимуществ для участника торгов – минимизация риска контрагента, увеличение лимита на любого участника клиринга, снижение затрат на капитал, устранение судебного риска непризнания обязательств по сделке и налоговые льготы.

Проект отвечает общемировым тенденциям усиления контроля над рисками на внебиржевом финансовом рынке: после финансового кризиса 2008 года мировые регуляторы взяли на себя обязательства обеспечить большую прозрачность рынка ПФИ, в том числе за счет централизации клиринга.

В 2014 году планируется ввести клиринг внебиржевых опционных контрактов на валютные пары и акции, а также предоставить возможность проведения клиринга клиентских сделок.

Кроме того, на базе рынка производных финансовых инструментов Московская Биржа намерена в 2014 году начать торговлю Flex-опционами, позволяющими участникам рынка выбирать предпочтительную дату и цену исполнения контракта.

Такие опционы будут запущены на пары доллар США/российский рубль, евро/российский рубль и евро/доллар США, а также на индекс РТС и «голубые» фишки.

Одной из новаций срочного рынка 2014 года также станет фьючерс на индекс волатильности, который с конца 2013 года рассчитывается по но-

вой методике, максимально приближенной к современным международным стандартам, и позволяющий участникам более точно оценивать рыночную волатильность.

Также планируется введение в обращение недельных опционных контрактов, базовым активом которых является фьючерс с ближайшим сроком исполнения.

Московская Биржа постоянно работает над совершенствованием торгово-клиринговой платформы срочного рынка. Модульность платформы позволяет оперативно реагировать на потребности клиентов и предлагать им новые сервисы. В частности, в 2013 году благодаря расширению функционала платформы обеспечена возможность приема 100% обеспечения в валюте, что позволило иностранным участникам упростить работу на рынке, а российским клиентам – удешевить фондирование операций.

Кроме того, профессиональным участникам рынка стала доступна услуга переноса позиций, с помощью которой в случае неисполнения обязательств (дефолта) отдельной расчетной фирмы позиции ее добросовестных клиентов могут быть переведены к другому участнику клиринга.

Московская Биржа также успешно завершила консолидацию торговых платформ на одной технологической площадке – в Центре обработки данных М1, что позволило увеличить частоту раздачи данных срочного рынка. Новые параметры позволяют клиентам максимально эффективно использовать свои решения для высокочастотной (High Frequency Trading) и алгоритмической торговли.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Буренин, А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов / А.Н. Буренин. – М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 2008. – 352 с.
2. Дегтярева, О.И. Биржевое дело: учебник / О.И. Дегтярева. – М: Магистр, 2007. – 623 с.
3. Рынок ценных бумаг: учебник / под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2010. – 448 с.
4. Фельдман, А.Б. Производные финансовые и товарные инструменты / А.Б. Фельдман. – М.: Экономика, 2012. – 479 с..
5. Царихин, К.С. Практикум по курсу «Рынок ценных бумаг»: учебное пособие. Ч. II / К.С. Царихин. – М.: 2001. – 348 с.
6. Царихин, К.С. Практикум по курсу «Рынок ценных бумаг»: учебное пособие. Ч. III / К.С. Царихин. – М.: 2001. – 220 с.
7. Шарп, У. Инвестиции. Пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 1024 с.

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	3
Тема 1. Экономические, организационные и правовые основы функционирования рынка ценных бумаг	
§ 1. Рынок ценных бумаг как часть финансового рынка.....	4
§ 2. Первичный и вторичный рынок ценных бумаг.....	6
§ 3. Эмиссия ценных бумаг.....	11
§ 4. Профессионалы и участники рынка ценных бумаг	14
§ 5. Регулирование рынка ценных бумаг.....	18
Тема 2. Фондовая биржа: функции и организация деятельности	
§ 1. Понятие, функции и организационная структура фондовой биржи.....	21
§ 2. Сделки на бирже	27
§ 3. Организация биржевой торговли.....	34
Тема 3. Производные ценные бумаги	
§ 1. Понятие и классификация ценных бумаг.....	37
§ 2. Экономическая сущность производных ценных бумаг.....	40
§ 3. Фьючерсные контракты.....	41
§ 4. Биржевые опционы.....	48
§ 5. СВОП-контракты.....	61
Тема 4. Спекуляция и хеджирование производными финансовыми инструментами	
§ 1. Спекуляция и хеджирование фьючерсными контрактами.....	66
§ 2. Спекуляция и хеджирование опционами.....	70
§ 3. Развитие рынка производных финансовых инструментов в России	79
Библиографический список	84

Учебное издание

Каримова Татьяна Григорьевна

**ПРОИЗВОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ
ИНСТРУМЕНТЫ**

Текст лекций

Техн. редактор *А.В. Миних*
Дизайн обложки *А.С. Шахрай*

Издательский центр Южно-Уральского государственного университета

Подписано в печать 24.11.2014. Формат 60×84 1/16. Печать цифровая.
Усл. печ. л. 5,11. Тираж 50 экз. Заказ 497/322.

Отпечатано в типографии Издательского центра ЮУрГУ.
454080, г. Челябинск, пр. им. В.И. Ленина, 76.