



УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ
ООО «Уралсиб Капитал»
ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ПАРТНЕР ВЫПУСКА

Российский срочный рынок успешно справился с испытанием финансовым кризисом. При этом темпы его роста остаются внушительными. Но российские биржи по-прежнему отстают от западных площадок, а российские компании и банки предпочитают торговать за рубежом. Поднять интерес к рынку, по мнению российских банкиров, поможет ликвидационный неттинг.

Срочно требуется неттинг

закон

Острый финансовый кризис осени 2008 года российские срочные площадки пережили относительно безболезненно. Конечно, резко снизились объемы торгов, а некоторые игроки покинули рынок, однако биржи остались работоспособными. В настоящее время объемы торгов на срочном рынке уже перекрывают предкризисные показатели. Лидером остается биржа РТС, объем операций с производными инструментами на которой в 2010 году превысил 29,35 трлн руб. (рост за год в два раза). Группа ММВБ с большим отрывом занимает второе место — объем торгов на ней составил 1,5 трлн руб. (рост в два раза). При этом российские биржи любят щеголять цифрами. Так, биржа РТС «вошла в десятку крупнейших мировых срочных бирж, опережая многие именитые биржи по объему контрактов. По поставочным фьючерсам на пшеницу в 2010 году НТБ (входит в группу ММВБ) опередила лондонскую LIFFE по «обороту рынка фьючерсов на пшеницу в контрактах более чем на 10%». О размерности контрактов биржи скромно умалчивают. Между тем размер контракта на нефть Brent на бирже РТС составляет 10 баррелей, что в 100 раз меньше размера контракта на NYMEX и IPE. Аналогичные соотношения и по валюте, и по драгоценным металлам. В прошлом году на НТБ торговались в основном контракты на пшеницу объемом 5 тонн, тогда как на LIFFE объем одного контракта составляет 100 тонн. При этом для LIFFE торговля пшеницей не является приоритетной. На американской КСВТ размер контракта составляет 5 тыс. бушелей (135 тонн), а ежедневные объемы торгов исчисляются тысячами контрактов.

Впрочем, все это относится к издержкам становления рынка. Тем более что биржи пытаются расширить свои возможности, предлагая клиентам новые контракты, в том числе и поставочные. Однако биржи по-прежнему остаются во власти небольших финансовых спекулянтов.



Для того чтобы догнать западные биржи, у них надо забрать российских клиентов ФОТО AFP PHOTO

По данным РТС, ведущие позиции на торгах срочными контрактами занимают компании с развитым интернет-брокериджем — «Ай Ти Инвест — Проспект», БКС, «Открытие», «Церих Кэпитал Менеджмент», «Алор». Банков, за редким исключением (Альфа-банк, ВТБ 24, Металлинвестбанк), почти нет, тем более «дочек» банков-нерезидентов. Конечно, это не означает, что иностранные участники полностью игнорируют российский рынок. Однако их участие ограничивается наиболее ликвидным инструментом — индексом РТС, причем его доля выросла с 70,5% в 2009 году до 74,5% в 2010 году. Но есть сильные конкуренты. Опционами на российские акции активно торгует лондонская EDX, фьючерсами на рубль — чикагская CBOT.

Вместе с тем интерес к инструментам срочного рынка среди клиентов российских банков уверенно растет. Как отмечает заместитель начальника

валютно-финансового управления HSBC в России Андрей Переслестин, «в последние годы наблюдается рост использования деривативных инструментов российским корпоративным сектором». Роман Сульжик из управления валютно-денежных операций Дойче-банка в России и СНГ говорит: «Большинство экспортеров сейчас продает валютную выручку на текущем рынке, но мы видим, что все больше и больше компаний заключают контракты на продажу валюты на будущее, на срок до года». Андрей Переслестин добавляет, что инструментальные хеджирования пользуются и компании второго эшелона.

В основном используются инструменты внебиржевого рынка либо западных бирж. Это могут быть поставочные и непоставочные форварды, валютные и процентные опционы различных видов, процентные и кросс-валютные свопы и иные структурированные про-

дукты. При этом участники рынка (см. интервью) обращают внимание на то, что торговля на зарубежных площадках имеет свою специфику. В частности, прозрачность ее ниже, чем на российских биржах. Этим профессиональные участники рынка и объясняют свой повышенный интерес к торговле за рубежом. Российские биржи по своему статусу ориентированы на максимальную открытость и прозрачность рынка. Вместе с тем, как отмечает директор департамента срочного рынка РТС Евгений Сердюков, биржевая технология позволяет проводить сделки в режиме анонимного двойного встречного аукциона и в адресном (переговорном) режиме. В первом случае это позволяет выставлять «на всеобщее обозрение» предложениям по частям. Адресные же сделки могут проводиться между брокерскими компаниями без трансляции этих объемов спроса и предло-

жения в биржевой «стакан». Эти инструменты позволяют проводить сделки любого объема, не влияя на котировки.

Ситуация со срочными товарными контрактами гораздо тяжелее. Их доля в общем объеме биржевых торгов мизерна: в 2010 году на РТС она не превысила 2%, на ММВБ осталась меньше 3%. При этом большая часть товарных инструментов на РТС ориентирована на зарубежные базовые активы — нефть Brent (IPE), сахар-сырец (IPE), пшеницу (CBOT), медь (LME), драгметаллы (London Gold Market Fixing). При наличии возможности торговать за рубежом российский участник нет необходимости торговать на российском рынке. Тем более что многие контракты номинированы в долларах, хотя и рассчитываются в рублях. Конечно, это требование законодательства. Но участники торгов несут валютные риски, которые также надо хеджировать. Для снятия этого противоречия бир-

жа РТС внедрила сервис RTS-Money, с помощью которого иностранные и российские трейдеры могут проводить конвертацию рублей в иностранную валюту и обратно. Однако пока это не повысило интереса к торговле. Другие биржи развивают этот сегмент рынка во взаимоделии с российскими производителями. Но и НТБ, и СПМТСБ, и СПБ пока не могут похвастаться заметными объемами торгов.

Впрочем, оживление российского срочного рынка зависит не только от бирж. Ему требуется и законодательное обеспечение. Участники рынка отмечают необходимость принятия закона о ликвидационном неттинге. По словам Романа Сульжика, проблема для российских компаний в том, что, предоставляя им срочные контракты, банки-контрагенты получают большой кредитный риск, хеджирование которого стоит недешево. На Западе снизить риск сумели с помощью проведения ежедневных расчетов сторонами сделки по переоценке контракта. Каждый день при переоценке портфеля происходит движение средств в крупнейших банках. В результате кредитный риск из системы убирался. В России в случае банкротства депозит, который был оставлен в обеспечение, им уже не будет считаться. Его придется вернуть и встать в очередь вместе со всеми остальными кредиторами.

С появлением закона первыми положительный эффект почувствуют российские банки второго-третьего эшелонов, поскольку они смогут торговать с иностранными банками. Доступ на рынок получат и компании второго эшелона, которым из-за высокого кредитного риска дорога туда была закрыта. Как отмечает Роман Сульжик, сейчас из-за отсутствия неттинга торги рублевыми контрактами сосредоточены на CBOT. В результате риск эмитента держит Чикагская биржа по американскому законодательству. «Закон очень важен, чтобы перевести торговлю российских участников на российский рынок», — резюмировал эксперт.

Дмитрий Ладугин

Страховка про запас

фонды

На отсутствие возможности использовать инструменты срочного рынка для защиты активов открытых паевых фондов эксперты сетовали во время кризиса. Но появившаяся почти год назад такая возможность управляющие компании до сих пор фактически не используют. Любая страховка от падения рынка снижает доходность фонда в сравнении с остальными игроками, особенно на растущем рынке. А повторения глубокого падения на российском фондовом рынке мало кто ждет.

Срочный не значит быстрый

Возможность включать в состав активов паевых инвестиционных фондов (ПИФов) срочные инструменты у управляющих компаний появилась десять лет назад. Однако пользовались они такой возможностью крайне редко. Дело в том, что в первоначальной редакции закона «Об инвестиционных фондах», действующей до 2007 года, было прописано, что управляющие могли использовать инструменты срочного рынка «в целях хеджирования», причем такие инструменты не должны занимать более 10% всех активов ПИФа. Четкого понимания, как установить, что сделка совершена в целях хеджирования, не было ни у самих управляющих, ни у специализированных депозитариев, которые следят за соблюдением законодательства при управлении активами ПИФов. «Основная проблема при использовании срочных инструментов заключалась в том, что управляющий должен был доказать, что такой инструмент был приобретен в состав активов только для защиты от падения рынка. При этом доказать это очень сложно», — говорит директор по развитию бизнеса «Альянс РОСНО Управление активами» Игорь Рябов. Иными словами, в отсутствие нормативной базы никто не понимал, что регулятор воспримет как сделку для целей хеджирования, а что — как спекуляцию.

В 2007 году в закон были внесены поправки, которые более четко прописывали возможность управляющих компаний инвестировать часть активов инвестиционных фондов в производные финансовые инструменты. Однако все подробности такого инвестирования должны были определяться Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР). С одной стороны, эти поправки позволяли надеяться на расширение возможностей управляющих компаний. С другой стороны, лишали их возможностей использования старой схемы. К тому же на принятие необходимых подзаконных актов ушло почти три года. Пробел в законодательстве привел к тому, что управляющие могли использовать срочные инструменты без опасения санкций со стороны регулятора лишь в хедж-фондах, которые предназначены только для квалифицированных инвесторов, или в стратегиях индивидуального доверительного управления. В конце 2009 года был утвержден приказ ФСФР «Об утверждении Положения о снижении (ограничении) рисков, связанных с доверительным управлением активами инвестиционных фондов, размещением средств пенсионных резервов, инвестированием средств пенсионных накоплений и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих». Но пункты, касающиеся использования срочных инструментов в открытых паевых фондах и при размещении резервов пенсионных фондов, вступили в действие лишь с 1 июля 2010 года. При этом основной подход ФСФР к срочным инструмен-

там не изменился. Они могут быть включены в состав активов открытых ПИФов только с целью защиты активов от уменьшения их рыночной стоимости. Одновременно производные инструменты нельзя использовать с повышением риска инвестиций, в том числе в целях получения большей доходности. В положении был применен подход полного покрытия чистой позиции, открытой по срочным контрактам и операциям репо, то есть управляющая компания может совершать срочные сделки и сделки репо только на то количество ценных бумаг, каким располагает на момент заключения сделки. За тем, соблюдает ли компания эти требования, следит специализированный депозитарий. Расчет величин открытых позиций по срочным контрактам проводят биржи, на которых заключены эти контракты.

Управляющие компании особенно остро почувствовали отсутствие возможности использования срочных инструментов во время последнего кризиса. В 2008 году средняя доходность открытых ПИФов составила -45,2% годовых, то есть средняя стоимость пая упала почти в два раза. И эти последствия ощущаются до сих пор. По данным Национальной лиги управляющих, 122 из 362 открытых ПИФов показали отрицательную доходность за последние три года (с начала 2008 года).

Осенью 2008 года основным видом страховки от падения рынка было перераспределение вложений в пользу более консервативных инструментов. Но такой способ не мог гарантировать защиту вложений по нескольким причинам. Во-первых, кризис затронул не только рынок акций, но и рынок облигаций. По итогам 2008 года индекс корпоративных облигаций IFX-Cbonds снизился на 7,2%. Кроме того, эмитенты, испытывавшие значительные сложности с финансированием, не могли расплатившись по долгам. По данным Rusbonds, в 2008–2009 годах дефолты, в том числе технические, были допущены по 412 выпускам облигаций. Далеко не все управляющие компании имели возможность быстро перевести ценные бумаги в денежные средства. Особенно проблематично это было сделать крупным фондам. Кроме того, нормативные требования ограничивают открытые ПИФы необходимостью держать около 70% средств в финансовых инструментах. Поэтому у них нет возможности долго переждать негативную конъюнктуру в деньгах.

Фьючерсы — в жизнь
Несмотря на то что окончательно нормативная база по срочным инструментам в составе ПИФов была сформулирована еще в прошлом году, управляющие не торопились совершать сделки. Первой управляющей компанией, включившей в состав активов срочные инструменты по новым правилам, стала «Тройка Диалог». В марте она провела первую сделку с использованием инструментов срочного рынка FORTS в рамках стратегии управления портфелем открытого ПИФа акций «Добрыня Никитич», являющегося одним из крупнейших на российском рынке коллективных инвестиций. «Первая сделка носила пробный характер: на небольшую сумму мы продали фьючерс на индекс РТС, а через некоторое время закрыли эту позицию. Сделка помогла нам удостовериться, что механизм работает, никаких сложностей со специализированным не возникло», — говорит управляющий директор «Тройки Диалог» Олег Ларичев.

(Окончание на стр. 18)

«Недисциплинированный подход к стратегиям приносит большие потери»

интервью

Российский срочный рынок стремительно преодолевает последствия 2008 года, объемы торгов срочными инструментами уже превышают докризисные значения. Вместе с тем отсутствие гибких финансовых инструментов и излишняя прозрачность рынка, слабое законодательное обеспечение и одновременно зарегулированность рынка приводят к тому, что российские участники предпочитают торговать срочными инструментами на Западе. Об особенностях зарубежного и проблемах российского срочного рынка рассуждает начальник управления по работе с деривативами «Уралсиб Кэпитал» ВЛАДИМИР СОЦКОВ в беседе с обозревателем „Ъ“ ДМИТРИЕМ ЛАДУГИНЫМ.

Биржевой ренессанс

— Насколько сейчас развит российский рынок производных инструментов? В каком состоянии он находится по сравнению с тем, что было до кризиса 2007–2008 годов?



— Сейчас мы всего лишь возвращаемся к докризисным значениям. Но если посмотреть на торговлю срочными инструментами на FORTS, то рынок восстановился. А объемы торгов фьючерсом на индекс РТС уже превзошли докризисные значения. Если до кризиса они составляли \$1,0–1,5 млрд в день, то сейчас — \$2,0–2,5 млрд.

Но FORTS никогда не был центральной площадкой для деривативов на российские акции и индексы. Более высокая активность всегда была в Лондоне. До кризиса сделки в основном заключались на внебиржевом рынке (OTC) и немного на

EDX. Эта секция срочного рынка LSE начала работать в середине 2000-х годов, и до кризиса на нее приходилось 10–15% всего объема срочных сделок. В кризис резко поменялось отношение к кредитному риску. И в такой ситуации услуги EDX оказались востребованы. Сейчас около 90% всех сделок со срочными инструментами, которые заключаются в Лондоне, проходят через EDX.

Сейчас объемы торгов по опционам на EDX и FORTS сравнимы: ежемесячно они составляют \$4–5 млрд. Но 95% этого объема на FORTS приходится на опционы на фьючерс РТС. Вместе с тем торги фьючерсами на EDX неликвидные — те, кто хочет торговать акциями, торгуют ими на спот-рынке. Основной же объем торгов на EDX приходится на производные инструменты на три акции — «Газпрома», «Роснефти», ЛУКОЙЛа. При этом общее число акций, на которые можно делать опционы, на EDX больше — около 25. Но с другими акциями объем срочных сделок несравнимо мал. Кроме того, на EDX существует еще индекс RIOB, рассчитываемый FTSE на основе котировок

депозитарных расписок. На него тоже существуют опционы, но объем торгов ими также небольшой.

Разница в предпочтении инвесторами срочных инструментов в России и в Лондоне легко объясняется. В состав индекса RIOB входят депозитарные расписки 15 эмитентов. Подавляющее большинство из них — бумаги нефтяных компаний. Но в отличие от российского индекса, в RIOB ограничений на максимальную долю одной ценной бумаги в индексе нет, и в результате около 75% индекса приходится на «Газпром», «Роснефть» и ЛУКОЙЛ. Остальные эмитенты, в частности ВТБ, металлургические компании, занимают малую долю. Индекс РТС более диверсифицирован. В его состав входит и нефтянка, но доля ее меньше, чем в RIOB, и Сбербанк, который занимает 15% индекса. Российский индекс в большей степени отражает российский рынок. Поэтому из индексов игроки, конечно, предпочитают индекс РТС.

Но существуют и другие индексы на российский ценные бумаги, хотя они и не пользуются такой популярностью, как

индекс РТС. Например, индекс RDX рассчитывается Венской биржей. В его состав входят 15 ценных бумаг российских эмитентов. Этот индекс является основой большого числа структурных продуктов, выпущенных западными банками. Но из-за того, что нет биржи, которая может предоставлять возможности расчетов, сделки заключаются на внебиржевом рынке. Поэтому трудно оценить объем сделок с этим индексом.

— Сейчас ситуация на фондовых рынках более стабильная, чем два года назад. Не заметно ли обратной тенденции — ухода торговой активности на внебиржевой рынок? — Нет, такой тенденции нет. На западных рынках уже сформировалась устойчивая тенденция перевода расчетов если не на биржу, то на центральный клиринг, на центрального контрагента. Это не означает, что OTC исчезнет. Внебиржевой рынок сохранится, ведь именно на нем формируются все новации.

— К тому же и торговать на OTC дешевле, чем на бирже... — Да, особенно для пробурстников. У любой биржи, у любой торговой системы существуют

комиссии, и они не такие уж маленькие. В случае внебиржевого рынка мы также не отвлекаем ликвидности на обеспечение. Но для клиентов это снижение стоимости сделки менее заметно.

Но не всегда экономия оправдана. И рынок, понимая это, использует институт центрального контрагента. В этом случае не обязательно заключать сделки на бирже. Например, EDX называется биржей, но это скорее клиринговая площадка. Биржа — это площадка, которая дает прозрачность ценообразования, торговой активности. Но EDX не публикует объемов открытых позиций ни по одному из контрактов, не публикует и ежедневные объемы торгов, только за месяц. По сути, никакого ценообразования на ней не происходит. Есть пять контрактов, по которым существуют маркет-мейкеры, но даже в этих контрактах спреды очень широкие. EDX — это клиринговая платформа, позволяющая всем участникам, как из России, так и на Западе, работать на срочном рынке, не боясь кредитного риска.

(Окончание на стр. 20)