

финансовые инструменты

Ураганные фьючерсы

ЭКОТИКА

Землетрясение в Японии заставило инвесторов взглянуть на биржу как на возможность хеджирования природных рисков. Но если от землетрясений застраховаться пока нельзя, то от других стихийных бедствий уже можно. Зарубежные биржи предлагают срочные контракты, позволяющие снижать ущерб от воздействия природных явлений, таких как жара или холод, дождь или снег и даже ураганы. Но попытки внедрить подобные инструменты на российском рынке пока не увенчались успехом.



Срочные контракты на погоду для российского рынка остаются большей экзотикой, чем стихийные бедствия ФОТО ИТАР-ТАСС, НИКОЛАЙ ЦЫГАНОВА

Сезонная распродажа

По сути дела, любой срочный контракт на погодные явления и катаклизмы — это контракт на индекс, который циклически изменяется в течение длительного времени. Поэтому самым первым индексом для погодного контракта стала температура. А за точку отсчета была взята температура 65°F (или 18°C), то есть рубеж, выше которого люди начинают активно использовать кондиционеры, а ниже — включают отопление. При этом и сам индекс разделился на две составляющие — индекс обогрева (Heating Degree Day, HDD) и индекс охлаждения (Cooling Degree Day, CDD). Впервые торги на эти индексы начала проводить Chicago Mercantile Exchange (CME) в конце 1990-х годов. В настоящее время здесь торгуются контракты на температуру в 24 американских, 11 европейских, 6 канадских, 3 японских и 3 австралийских городах. Контракты торгуются в зависимости от времени года: в зимний период, с октября по апрель, — HDD, а летом, с мая по сентябрь, — CDD. В Европе торговать погодой начали чуть позже. В 2001 году на London International Financial Futures and Options Exchange появились контракты на температуру для Лондона, Парижа и Берлина. Однако спрос они не нашли, и в настоящее время CME остается ведущей площадкой в мире по торговле срочными контрактами на погоду.

Расчет температурного индекса (будь то обогрев или охлаждение) основывается на разнице между эталонной температурой и текущей. По итогам месяца складываются ежедневные отклонения. При этом для HDD суммируются только понижения температуры, а если температура оказывается выше эталонной, то в этот день значения индекса приравнивается к нулю. Для CDD в расчет принимается только повышение температуры.

Выплата по форвардному или фьючерсному контракту определяется исходя из разницы между ценой, по которой контракт был заключен, и расчетной ценой, которая становится известной по истечении срока действия контракта. Каждый градус или пункт отклонения оценивается в \$20. При этом каждый участник торгов не может открыть больше 10 тыс. контрактов одного вида и срока исполнения. «В спецификации производных на погоду всегда имеется ограничение максимальной выплаты по контракту. Это делается в силу специфики базового актива: он не может быть куплен или продан, то есть нельзя осуществить хеджирование с помощью базового актива», — поясняет руководитель аналитической службы «Ай Ти Инвест» — Проспект Александр Потавин.

На CME торгуется и ряд других срочных контрактов на природные явления. В 2006 году биржа запустила торговлю фьючерсами и опционами на дожди и снегопады для шести городов США. Это тоже сезонные контракты: на снегопад торги продолжаются с ноября по апрель, на дожди — с марта по октябрь. Индексом выступает количество осадков (снега или дождя), выпавших за месяц на соответствующей метеостанции и выраженных в дюймах. Стоимость контракта составляет \$500. Есть у биржи и срочный контракт на заморозки, рассчитываемый для Амстердама. Он также является сезонным и рассчитывается с ноября по март. Для его расчета существует несколько индикаторов. Например, температура рано утром должна быть не выше -3,5°C или поздним утром — не выше -1,5°C. Стоимость контракта составляет £10 тыс., и так же, как другие погодные инструменты, объем открытой позиции для одного инвестора не может превышать 10 тыс. контрактов. Вполне возможно, что новый финансовый инструмент появился в ответ на спрос со стороны производителей тюльпанов, старающихся застраховаться от заморозков.

Разрушительные ураганы, бушующие каждую осень на восточном побережье США, заставили биржу разработать новый финансовый инструмент. Толчком к этому стал ураган Катрина, нанесший стране ущерб в \$125 млрд. В этом случае биржа рассчитывает индекс CME Hurricane Index. Его величина определяет потенциальные разрушения, которые может нанести ураган. При расчете индекса используется усредненная скорость ветра в урагане и радиус урагана.

Контракт для ЖКХ

Несмотря на всю экзотичность и ограничения по ликвидности, погодные деривативы востребованы среди определенного круга инвесторов. Средний объем торгов в США за зиму 2010–2011 фьючерсом на температуру составил около 8 тыс. лотов в месяц. По словам руководителя управления товарных рынков РТС Сергея Данова, потребителей погодных фьючерсов можно разделить на несколько категорий. К первой категории относят энергетиков, производящих электроэнергию и тепло. Ко второй категории относятся потребители энергоресурсов — коммунальные компании, водоканалы, распределительные электросети. К третьей категории — агросектор. По словам Александра Потавина, погодные фьючерсы сегодня довольно востребованный финансовый инструмент и удивлять-

ся этому не приходится: практически любой бизнес имеет сезонный характер, что отражается на стоимости его акций и других бумаг на бирже. Потенциальными покупателями контракта на ураган на CME видят страховые компании, энергетические компании, правительства штатов, а также финансовые институты — хедж-фонды и пенсионные фонды.

Для российских бирж контракты на снегопады и засуху остаются лишь потенциальными производными инструментами. Попытку начать торговлю на температуру предпринимала РТС, но до практического воплощения эта идея не дошла. По словам главы Российского биржевого союза Анатолия Гавриленко, на бирже хотели начать торговлю фьючерсами на погоду еще в 2005 году. Тогда на европейской части страны стояли сильнейшие морозы и для страхования на срочном рынке вполне можно было использовать индекс обогрева. «В идеале использование погодных производных инструментов позволяет компенсировать рост цены на топливо при усилении морозов и падении температуры», — говорит Сергей Данов. По опыту прошлого года лета в Центральном регионе можно было бы использовать в российской практике и индекс охлаждения. «Такие фьючерсы помогли бы хеджироваться многим предприятиям в нашей стране», — считает господин Гавриленко.

Помимо отсутствия инфраструктуры, позволяющей достоверно определять температурные параметры, истории и опыта инвесторов по работе с производными инструментами, помехой для реализации идеи торговли погодными фьючерсами является российское налоговое законодательство. Оно пока не позволяет отечественным компаниям, которые потенциально могут использовать погодные деривативы, отнести убытки по этим затратам на себестоимость продукции. Действующее законодательство не позволяет суммировать финансовые результаты от работы на срочном рынке и на рынке реального товара. «Чтобы уравновесить один рубль убытка при покупке топлива, компании потребуется приобрести большее число биржевых инструментов. В итоге баланс между доходами на биржевом рынке и расходами на топливном соблаздом не будет, что рано или поздно приведет к росту издержек и возникновению дополнительных рисков. В таких условиях компании, действительно нуждающиеся в хеджировании финансовых рисков, работать с таким инструментами, конечно, не будут», — резюмирует Сергей Данов.

Анна Героева

«Недисциплинированный подход к стратегиям приносит большие потери»

интервью

(Окончание. Начало на стр. 17)

— Как же здесь формируется цена?

— Существует институт голосовых брокеров, которые находятся в постоянном контакте со всеми участниками рынка, и через них интерес инвесторов проходит на рынок. Они и являются той площадкой, на которой происходит ценообразование. Через этих посредников ведутся переговоры, через них заключаются сделки. Как только сделка заключена, она рапортуется бирже. EDX заводит сделку в свою книгу, в дальнейшем все отношения по расчетам, по исполнению сделки происходит уже между банком и биржей.

FORTS — это классическая биржа. Здесь есть четкие спецификации контрактов, раскрываются ежедневные объемы торгов, объемы открытых позиций. Эффективно ли это для торговли? Не уверен. Как ни парадоксально звучит, прозрачность является одной из проблем FORTS: к ней не готовы профучастники. И это объясняется узостью российского рынка. Здесь мало крупных игроков и не так много клиентов. Любое раскрытие информации некомфортно для них. Во-первых, это снижает брокерскую маржу. Во-вторых, может показывать рынку их намерения, что в итоге негативно сказывается на цене сделок.

Национальные особенности

— Выходит, что формализация контрактов и открытие торгов — излишние требования для повышения ликвидности рынка?

— Если строить биржу, то от формализации не уйдешь. Например, та же EDX. Здесь также существуют контракты, так называемый лист, на пять-семь акций. Но вся торговля идет в других инструментах, которые называются flex-option. Это опцион, который абсолютно не стандартизован с точки зрения страйка и экспирации. У него есть стандартный лот — он бывает европейским или американским, опционом-call или опционом-пут. Но такие параметры, как страйк и экспирация, в этом контракте не фиксируются. Об этих параметрах уже договариваются сами игроки. И это придает большую гибкость инструменту. На FORTS таких возможностей, таких инструментов нет. У контрактов на FORTS есть фиксированные страйки и фиксированная экспирация. Профучастники давно предлагают изменить условия контрактов, но этот вопрос до сих пор не решен.

— Что же требуется изменить на FORTS, чтобы он был популярен у банков и инвесторов?

— На FORTS многое необходимо изменить. Например, популярный индекс РТС рассчитывается в долларах. И хотя фьючерс также рассчитывается в долларах, но вариационная маржа по нему пересчитывается в рубль. Раньше пересчет делался по курсу ЦБ, который запаздывал на один день. Сейчас пересчет делается по курсам, которые фиксируются по времени, близкому к клиринговому сессии. Но и это неудобно. Те деньги, та вариационная маржа, которая у меня накапливается и списывается по моему счету, я не могу ее забрать и конвертировать обратно в доллары. И в другом месте я вынужден делать хедж, отвлекая на это дополнительную ликвидность. Почему нельзя сделать расчеты в долларах?

Другой пример — обеспечение. Я должен иметь деньги на FORTS до того, как совершу сделку. Для профессиональных участников это ужасно неудобно с точки зрения управления ликвидностью. На всех биржах расчеты происходят по условию T+1. Почему это нельзя сделать на FORTS? Вероятно, в данном случае этого не позволяет сделать кредитное качество участников торгов. Значит, надо повысить их кредитное качество. В других странах на биржах существуют достаточно жесткие критерии к тем, кто собирается стать расчетной фирмой. Для этого требуется определенный капитал, который поддерживает кредитоспособность биржи, и гарантийный фонд. На FORTS пока всего этого недостаточно.

Кроме того, клиринговые организации должны иметь возможность передавать контракты третьим лицам без совершения сделок. В нашем законодательстве есть такое понятие — «новация». Но срочном рынке это передача контракта от одного лица другому лицу. Но это не трансакция, не продажа. Есть две стороны сделки — А и В. Потом появляется сторона С. Сторона В хочет передать свой контракт стороне С, но так, чтобы А и С остались сторонами контракта. Это нужно, чтобы брокер, совершивший сделку для своего клиента, мог передать контракты клиенту на его счет. Все так же, как на рынке акций: брокеру приходит заказ, он его выполняет и через депозитарий купленные акции передает клиенту. Та же самая процедура должна быть и со срочными контрактами. Но на FORTS этого сделать невозможно — клиент обязан торговать со своего счета.

Поэтому FORTS остается провинциальной биржей, на которую трудно выйти всем, кроме местных российских участников. А здесь должны работать крупные мировые расчетные фирмы. Они предоставляют инвесторам доступ к рынку, повышают его ликвидность. На этом у них построен бизнес, и для этого у них есть ресурсы. JP Morgan, Deutsche Bank сами, по сути, являются мини-биржами. На всех торговых площадках они имеют возможность делать клиринг для огромного количества клиентов. Их появление сразу повысило бы статус FORTS.

Но чтобы на российский рынок пришли мировые клиринговые компании, им нужно предоставить условия, в которых они работают во всем мире. Ведь при нынешнем состоянии российского рынка им трудно предоставлять те услуги, к которым привыкли их клиенты. И это проблема FORTS и проблема законодательства.

Законодательные рамки

— Чего же не хватает в законодательстве для нормального функционирования и развития срочного рынка?

— Проблема в законодательном и нормативном обеспечении рынка двоякая. С одной стороны, рынку не хватает правильного регулирования. С другой стороны, функционирование рынка, действия инвесторов на рынке очень сильно зарегулированы.

Например, в прошлогоднем приказе ФСФР, который открыл реальные возможности работать управляющим компаниям со средствами ПИФов на срочном рынке, слишком жестко все прописано. Введены непонятные критерии, необходимо рассчитывать много всяких коэффициентов, которые нередко лишены экономического смысла. И к тому же действует ограничение, что все срочные сделки должны совершаться на бирже. При этом FORTS не предоставляет инвесторам особо гибких инструментов для работы. Тогда почему надо ограничиваться биржей, не понятно.

В то же время появилось несколько законопроектов, которые открывают возможности развития внебиржевого рынка в России. Совсем недавно был принят закон о ликвидационном неттинге. Его отсутствие было камнем преткновения для многих профучастников, и прежде всего для иностранцев. Ликвидационный неттинг — это неттинг обязательств по некоему рамочному соглашению в случае банкротства контрагента. До того как закон был принят, при банкротстве компании-должника у арбитражного управляющего была возможность отказаться от зачета требований по рамочному соглашению, а также отказаться от исполнения невыгодных для должника сделок, так называемый cherry-picking в английском праве. Сейчас такие действия ограничены. Новый закон разрешает ликвидационный неттинг по сделкам на финансовом рынке. Теперь отказ от исполнения таких сделок может быть заявлен только в отношении всей их совокупности, но не в отношении отдельной сделки. В результате риск заключения сделок на внебиржевом рынке снижается. Теперь можно не бояться,

что в случае банкротства контрагента все контракты, входящие в какое-то рамочное соглашение, не будут подлежать неттингу.

Рынок валютных и процентных деривативов от этого, безусловно, выигрывает, потому что с этими инструментами работают преимущественно банки. Но из сегмента, где торгуются деривативы на акции, выпадают управляющие компании, которые сейчас становятся одними из крупнейших потребителей этих продуктов. Ведь они должны совершать сделки в интересах ПИФов только на биржевом рынке. То есть положительный эффект от одного документа немного снижается от воздействия другого. Хотя в целом направление развития законодательного регулирования задано правильно, к мировой практике.

— В этой связи насколько проработано законодательство по структурным продуктам? Ведь такие продукты, особенно с возможностью возврата капитала, сейчас очень востребованы клиентами.

— Как показал европейский опыт, структурный продукт является очень удобным продуктом для инвестиций. Особенно для индивидуальных инвесторов. Когда мы говорим о деривативах на российском рынке, то, кроме спекулирования на FORTS, они никак не задействованы. Структурные же продукты позволяют привлекать на этот рынок большую массу инвесторов. Однако для этого пока не хватает законодательного обеспечения.

На Западе много разнообразных форм инвестиционных продуктов. Их можно сделать и в виде ноты, облигации, можно сделать в виде депозита. Все зависит от Гражданского кодекса, который применяется в той или иной стране. Российское законодательство пока не позволяет полностью раскрыть гибкость подобных инструментов. Например, депозит. По российскому законодательству депозит можно забрать в любой момент, но для структурного продукта такая возможность губительна. Он является срочным по определению и должен работать до того срока, на который рассчитан. Другой пример — облигации. В России выпуск облигаций достаточно громоздкий, негибкий. На Западе можно зарегистрировать программу, по которой очень легко в течение одного-двух дней выпускать продукты любого рода, но у нас так сделать нельзя. Кроме того, по облигациям эмитент обязан вернуть инвестору как минимум ее номинальную стоимость. Но это обстоятельство исключает возможность создания продуктов без гарантии возврата капитала. Сейчас появилась возможность делать структурные продукты в виде паевых фондов. Но из-за сложности такого продукта пока не понятно, кто им будет пользоваться.

Дисциплинарная ответственность

— В истории фондового рынка случаев, что использование срочных инструментов приводило инвесторов к большим потерям. Бывали случаи и банкротства банков. Почему инструмент хеджирования превращается в инструмент разорения?

— Ответ простой — от отсутствия дисциплины. К большим потерям при использовании инструментов срочного рынка приводит недисциплинированный подход к собственным стратегиям.

— А насколько в этой ситуации важна ликвидность срочного рынка?

— Когда исчезает рынок, как это было в 2008 году, то остается только надеяться, что как-то можно пересидеть. Срочный инструмент — на то он и срочный, что когда-нибудь заканчивается. Когда он заканчивается, сделать уже ничего нельзя. В акциях можно сказать: «Ок, буду ждать еще пять лет». Но продлить срочный инструмент, пересидеть с ним я не могу. Это врожденный риск срочных инструментов, и об этом нужно помнить.

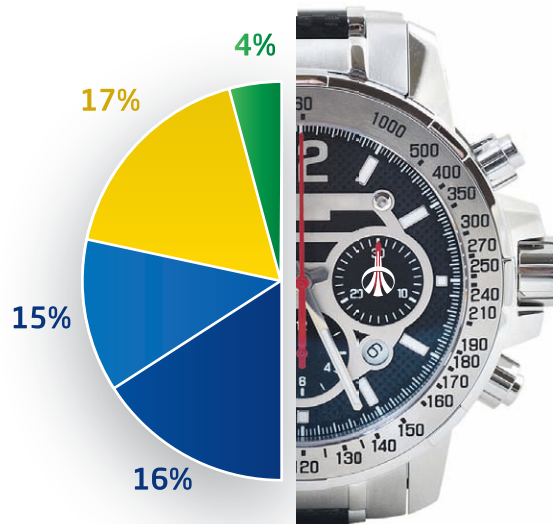
Полный текст интервью читайте на сайте www.kommersant.ru



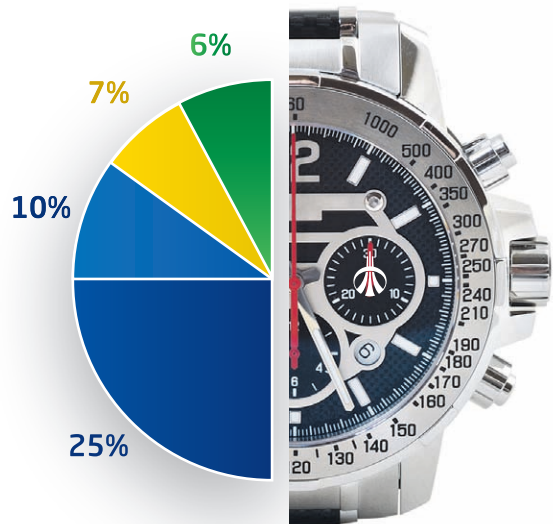
УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ

Отлаженная механика инвестиций

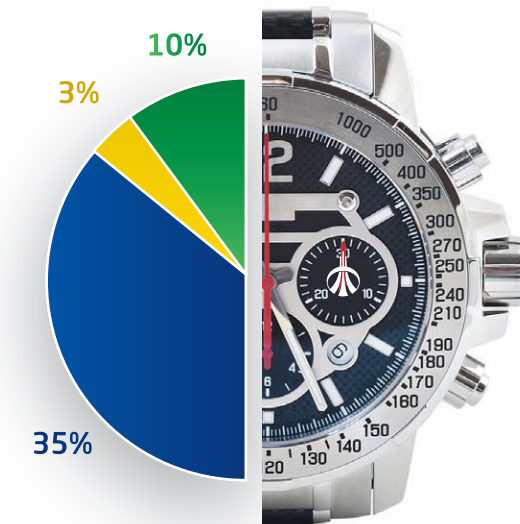
www.uralsibcap.ru



НА АКЦИИ



НА ИНДЕКСЫ



НА АДР

Финансовые услуги оказываются ООО «УРАЛСИБ Кэпитал». Москва, 119048, ул. Ефремова, д. 8