

СОДЕРЖАНИЕ

| | |
|---------------|---|
| Введение..... | 9 |
|---------------|---|

1 РЫНОК ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ В РОССИИ И ЗА РУБЕЖОМ

| | |
|---|----|
| 1.1. Процесс становления мировой торговли финансовыми деривативами..... | 20 |
| 1.2. Российский рынок производных финансовых инструментов | 43 |

2 ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПРИРОДА И ОСНОВНЫЕ ВИДЫ ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

| | |
|---|-----|
| 2.1. Классификация производных финансовых инструментов | 79 |
| 2.2. Основные виды производных финансовых инструментов..... | 96 |
| 2.2.1. Форвардные контракты..... | 96 |
| 2.2.2. Фьючерсные контракты..... | 98 |
| 2.2.3. Опционы | 101 |
| 2.2.3.1. Доходность по опционам | 103 |
| 2.2.3.2. Оценка опционов | 105 |
| 2.2.4. Свопы..... | 113 |
| 2.3. ПФИ со специфическими базовыми активами..... | 117 |
| 2.3.1. Соглашения о будущей процентной ставке (сделки FRA) | 117 |
| 2.3.2. ПФИ на погоду | 119 |
| 2.4. Структурные инструменты..... | 121 |
| 2.4.1. Производные второго порядка..... | 122 |
| 2.4.2. ПФИ с дополнительными условиями | 124 |
| 2.4.3. Комбинированные инструменты..... | 125 |
| 2.4.3.1. Структурные депозиты | 125 |
| 2.4.3.2. Опционные стратегии | 127 |
| 2.4. Хеджирование финансовых рисков | 132 |
| 2.4.1. Виды хеджирования..... | 135 |
| 2.4.2. Инструменты хеджирования | 136 |
| 2.4.3. Стратегии хеджирования | 138 |
| 2.4.4. Стоимость хеджирования | 140 |
| 2.4.5. Страхование ценовых рисков с использованием опционов | 143 |
| 2.4.6. Страхование рисков с использованием свопов..... | 149 |

3 БИРЖЕВАЯ ТОРГОВЛЯ ПРОИЗВОДНЫМИ ФИНАНСОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

| | |
|--|-----|
| 3.1. Участники биржевых торгов | 154 |
| 3.1.1. Биржа | 157 |
| 3.1.2. Клиринговый центр..... | 159 |
| 3.1.3. Участники торгов | 160 |
| 3.2. Организация биржевых торгов..... | 163 |
| 3.2.1. Правила заключения биржевых контрактов | 167 |
| 3.2.2. Управление чрезвычайными ситуациями на бирже | 171 |
| 3.3. Система управления биржевыми рисками..... | 173 |
| 3.3.1. Гарантийный фонд биржи..... | 175 |
| 3.3.2. Биржевые лимиты | 178 |
| 3.3.2.1. Лимиты изменения биржевых цен | 181 |
| 3.3.2.2. Связь ценового коридора с размером депозитной маржи | 182 |
| 3.4. Биржевой клиринг..... | 184 |
| 3.4.1. Позиции по биржевым сделкам..... | 187 |
| 3.4.2. Клиринговая обработка результатов торгов..... | 190 |
| 3.4.2.1. Депозитная маржа | 190 |
| 3.4.2.2. Вариационная маржа | 192 |
| 3.4.2.3. Вычисление доходов и расходов..... | 193 |
| 3.4.3. Клиринговый отчет | 195 |
| 3.4.4. Биржевые взаиморасчеты | 197 |
| 3.4.4.1. Движение средств в электронной торговой системе..... | 198 |
| 3.4.4.2. Исполнение биржевых контрактов | 199 |

4 РЕГУЛИРОВАНИЕ СДЕЛОК С ПРОИЗВОДНЫМИ ФИНАНСОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

| | |
|--|-----|
| 4.1. Правовая природа производных финансовых инструментов..... | 202 |
| 4.2. Нормативное регулирование рынка производных финансовых инструментов..... | 221 |
| 4.2.1. Порядок квалификации сделок с производными финансовыми инструментами | 226 |
| 4.6. Регулирование ПФИ в соответствии с российским законодательством о валютном регулировании и валютном контроле..... | 236 |
| 4.7. Регулирование операций с ПФИ в иностранных юрисдикциях..... | 241 |

5 УЧЕТ И ОТЧЕТНОСТЬ ПО СДЕЛКАМ С ПРОИЗВОДНЫМИ ФИНАНСОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ ПО РОССИЙСКИМ СТАНДАРТАМ

| | |
|---|------------|
| 5.1. Анализ бухгалтерского учета некредитными организациями операций с ПФИ..... | 252 |
| 5.1.1. Требования РСБУ в отношении документального оформления операций с ПФИ | 252 |
| 5.1.2. Учет требований и обязательств по сделкам с ПФИ..... | 253 |
| 5.1.3. Переоценка требований и обязательств..... | 254 |
| 5.1.4. Учет доходов и расходов по операциям с ПФИ | 254 |
| 5.1.5. Примеры бухгалтерских проводок в отношении сделок с ПФИ | 255 |
| 5.1.5.1. Бухгалтерский учет сделок с валютными поставочными форвардными контрактами..... | 255 |
| 5.1.5.2. Бухгалтерский учет сделок с валютными расчетными форвардными контрактами..... | 258 |
| 5.1.5.3. Бухгалтерский учет сделок с валютными поставочными опционными контрактами..... | 261 |
| 5.1.5.4. Бухгалтерский учет сделок с валютными расчетными опционными контрактами.... | 264 |
| 5.1.5.5. Бухгалтерский учет сделок с расчетными процентными своп-контрактами в одной валюте | 267 |
| 5.1.5.6. Бухгалтерский учет сделок с расчетными процентными своп-контрактами в двух разных валютах..... | 271 |
| 5.1.5.7. Бухгалтерский учет сделок типа «кэп» с фиксацией максимальной процентной ставки | 274 |
| 5.1.5.8. Бухгалтерский учет сделок типа «флор» с фиксацией минимальной процентной ставки | 277 |
| 5.1.5.9. Бухгалтерский учет сделок типа «свопцион» на процентный расчетный своп | 279 |
| 5.1.6. Раскрытие информации о ПФИ в бухгалтерской отчетности..... | 283 |
| 5.2. Порядок бухгалтерского учета сделок с производными финансовыми инструментами в кредитных организациях | 285 |
| 5.2.1. Балансовый учет ПФИ..... | 287 |
| 5.2.1.1. Первоначальное признание ПФИ в балансе банка | 290 |
| 5.2.1.2. Переоценка ПФИ по справедливой стоимости в балансе банка | 291 |
| 5.2.1.3. Прекращение признания ПФИ в балансе банка | 292 |
| 5.2.1.4. Учет расчетов по обеспечению, вариационной марже и прочих промежуточных платежей в балансе банка | 296 |
| 5.2.1.5. Особенности балансового учета опционных договоров | 298 |
| 5.2.2. Внебалансовый учет ПФИ | 300 |
| 5.2.2.1. Внебалансовые счета по учету наличных и срочных сделок и ПФИ. | 303 |
| 5.2.2.2. Переоценка требований и обязательств во внебалансе | 310 |
| 5.2.3. Резервы на возможные потери..... | 310 |
| 5.2.4. Примеры учета ПФИ в кредитных организациях | 312 |

6 АНАЛИЗ ДЕЙСТВУЮЩИХ ПОЛОЖЕНИЙ МСФО В ОТНОШЕНИИ ОПЕРАЦИЙ С ПФИ

| | |
|--|-----|
| 6.1. Определение ПФИ | 342 |
| 6.2. Общий порядок учета ПФИ для целей МСФО | 345 |
| 6.2.1. Первоначальное признание | 345 |
| 6.2.2. Переоценка ПФИ исходя из справедливой стоимости | 345 |
| 6.2.3. Прекращение признания ПФИ | 349 |
| 6.2.4. Взаимозачет активов и обязательств | 350 |
| 6.2.5. Примеры бухгалтерских проводок по МСФО в отношении сделок с ПФИ | 351 |
| 6.3. Специальный порядок учета ПФИ в случае их квалификации для целей МСФО как операций хеджирования | 353 |
| 6.3.1. Критерии для применения специальных правил учета операций хеджирования .. | 355 |
| 6.3.1.1. Условия для применения специальных правил учета операций хеджирования .. | 355 |
| 6.3.1.2. Формальная документация, составляемая применительно к установленным отношениям хеджирования | 356 |
| 6.3.2. Определение объекта хеджирования | 356 |
| 6.3.3. Критерии для определения хеджируемых рисков | 360 |
| 6.3.4. Определение инструмента хеджирования | 361 |
| 6.3.4.1. Общие положения | 361 |
| 6.3.4.2. Приобретенные опционы | 363 |
| 6.3.4.3. Выпущенные (проданные) компанией опционы | 364 |
| 6.3.4.4. Производные инструменты, имеющие встроенный пороговый механизм «приобретения права» (knock-in) или «потери права» (knock-out) | 366 |
| 6.3.5. Модели учета операций хеджирования | 367 |
| 6.3.5.1. Хеджирование справедливой стоимости | 367 |
| 6.3.5.2. Хеджирование потоков денежных средств | 368 |
| 6.3.6. Оценка эффективности хеджирования | 370 |
| 6.3.6.1. Периодичность проверки эффективности хеджирования | 370 |
| 6.3.6.2. Методы оценки эффективности хеджирования | 370 |
| 6.3.6.3. Фактическая неэффективность | 373 |
| 6.3.6.4. Влияние кредитного риска на проверку эффективности и оценку неэффективности хеджирования | 374 |
| 6.3.7. Прекращение применения специальных правил учета операций хеджирования .. | 375 |
| 6.4. Раскрытие информации о ПФИ в бухгалтерской отчетности | 378 |
| 6.4.1. Раскрытие информации в отчете о финансовом положении | 378 |
| 6.4.2. Раскрытие информации в отчете о совокупной прибыли | 379 |
| 6.4.3. Раскрытие прочей информации | 380 |
| 6.4.3.1. Информация о порядке определения справедливой стоимости | 380 |
| 6.4.3.2. Информация о применении специальных правил учета операций хеджирования .. | 382 |
| 6.4.3.3. Характер и размер рисков, возникающих в связи с финансовыми инструментами .. | 384 |
| 6.6. Планируемые изменения порядка учета ПФИ в соответствии с МСФО | 387 |

7 НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ ОПЕРАЦИЙ С ПРОИЗВОДНЫМИ ФИНАНСОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

| | |
|--|-----|
| 7.1. Исчисление НДС по сделкам с производными финансовыми инструментами . | 391 |
| 7.2. Исчисление налога на прибыль по сделкам с производными финансовыми инструментами | 396 |
| 7.2.1. Признание ПФИ как ФИСС для целей исчисления налога на прибыль | 396 |
| 7.2.2. Квалификация ФИСС для целей налогообложения в зависимости от условий исполнения требований/обязательств по контракту..... | 398 |
| 7.2.2.1. Сделки купли/продажи с отсрочкой исполнения | 400 |
| 7.2.2.2. Поставочные и расчетные ФИСС..... | 401 |
| 7.2.2.3. Обращающиеся и необращающиеся ФИСС | 401 |
| 7.2.2.4. Структурные ПФИ..... | 403 |
| 7.2.3. Порядок расчета налоговых обязательств по ФИСС..... | 405 |
| 7.2.3.1. Учет требований и обязательств по сделкам с ФИСС | 405 |
| 7.2.3.2. Переоценка требований и обязательств по сделкам с ФИСС..... | 406 |
| 7.2.3.3. Учет доходов и расходов по сделкам с ФИСС | 406 |
| 7.2.3.4. Определение налоговой базы по сделкам с ФИСС | 409 |
| 7.2.4. Порядок налогообложения операций хеджирования | 411 |
| 7.2.4.1. Определение операций хеджирования для целей налога на прибыль..... | 412 |
| 7.2.4.2. Особенности налогового учета операций хеджирования..... | 413 |
| 7.2.4.3. Определение срока и объема сделок хеджирования для целей налогообложения... .. | 414 |
| 7.2.4.4. Досрочное прекращение обязательств по сделке, являющейся объектом хеджирования по ФИСС..... | 415 |
| 7.2.4.5. Составление справки по операциям хеджирования..... | 415 |
| 7.2.5. Контроль цен ФИСС в целях налогообложения | 418 |
| 7.2.5.1. Анализ практической применимости методов определения рыночной цены ФИСС в целях налогообложения | 420 |
| 7.2.5.2. Определение расчетной цены по ПФИ | 423 |
| 7.3. Дальнейшие пути модернизации режима налогообложения ПФИ | 439 |

ВВЕДЕНИЕ

Как это ни удивительно, но в последнее время анализ финансовых рынков все чаще представляет собой результат срачивания графического анализа динамики цен с анализом психологии брокеров. В целом и то и другое имеет весьма ограниченное отношение к экономике. В то же время, как ни странно, сложившаяся ситуация абсолютно точно отражает происходящее на финансовом рынке. Он все больше отрывается от реального сектора, уходя в параллельную плоскость, населенную абстрактными представлениями и категориями веры в тот или иной исход экономического тренда.

Населению развитых стран, удовлетворившему свои базовые потребности, все в большей степени становится интересно только то, что воздействует на нематериальную сферу. Мир человеческих эмоций становится основным целевым объектом изучения, влияния и управления, зачастую более реальным, чем окружающий нас мир. Мы воспитываем детей, основываясь на понимании их приоритетов и потребностей. Мы общаемся в глобальной сети, создавая в ней свои образы и среду обитания. Мы погружаемся в мир 3D-кинофильмов, пытаемся проникнуть за пределы экрана и стать виртуальными участниками происходящего. Мы перешли на электронные деньги, в глобальных финансах уровни производительности финансовых потоков зашкаливают.

Возможно, глобальный отрыв от материального мира во многих наиболее передовых областях человеческой деятельности является новым направлением развития цивилизации, возможно, зарождением «чистого разума». Эта вновь зарождающаяся субстанция будет жить по своим законам, которые нам еще только предстоит изучить. Финансовый кризис, начавшийся в 2008 г. и никак не заканчивающийся, как затянувшийся сериал, ясно показывает, что недооценка опасности бездумной и неуправляемой мультипликации нематериальных (производных) активов может привести к невозможности не только управлять, но даже прогнозировать возможную турбулентность, способную разрушить реальную экономику.

Производные финансовые инструменты (ПФИ), возникшие как механизм управления риском изменения рыночных цен, в последнее время нередко становятся его мультипликатором. Так что же такое ПФИ, как они работают, т.е. как они должны работать с точки зрения классического подхода, и во что они превратились в реальности за последние 10 лет благодаря самому сильному субъективному фактору — жадности?

М. Идов иронично отметил: «Объяснить, что такое деривативы, в популярных терминах кое-как можно — так же, как можно объяснить гипотезу Пуанкаре при помощи яблока и бублика. Игра на деривативах есть заключение пари об исходах пари, заключаемых кем-то другим. Таким образом, на рынке производных успех зависит от чужого успеха. Или от чужого провала: игра идет не на повышение или понижение, а на пессимизм или оптимизм. Система работает, пока ты веришь, что она работает». Это забавное определение современных ПФИ практически не имеет ничего общего ни с их классическим пониманием как инструмента, стоимость которого зависит от лежащего в его основе актива, ни с еще более ранней квалификацией ПФИ в качестве договора купли/продажи актива с отсрочкой его исполнения. Вот такая эволюция подхода к ПФИ. Так что же явилось причиной подобной сущностной трансформации этого вида сделок?

Основная проблема, конечно, заключается в объемах сделок с ПФИ и лавинообразном характере их нарастания. За 12 лет, с 1998 г., позиции, открытые на срочном рынке, выросли более чем в 7 раз. С 2008 по 2010 г. официально признаваемый совокупный объем деривативных контрактов держался на уровне \$600 трлн, а в 2011 г. он составил почти \$650 трлн. Для сравнения: совокупный мировой ВВП составляет всего лишь \$70 трлн, т.е. порядка 10% от вышеуказанной деривативной позиции. При таких объемах риска любое, даже самое незначительное колебание на рынках базовых активов становится критичным, так как служит спусковым механизмом для многократно мультиплицированного глобального эффекта на требования и обязательства по деривативам. В 2008 г., например, таким спусковым механизмом послужил кризис неплатежей в частном секторе по ипотечным кредитам. Казалось бы, причем здесь рынок ПФИ? Оказывается, ипотечные ценные бумаги являлись базовым активом для отдельных секьюритизационных деривативов, которые, в свою очередь, являлись базой для кредитных дефолтных свопов (CDS), а также для других деривативов, конечная степень производности которых трудно поддается оценке. Когда рухнет или даже просто испытывает краткосрочные проблемы рынок базового актива, то рынок ПФИ на эти активы испытывает колебания, удесятеренные из-за эффекта плеча. Мы видели этот «эффект домино» на российском

форвардном рынке в 1998 г., когда конечный многократно мультиплицированный удар пришелся на крупные российские банки и вся банковская система России едва устояла. Теперь такая же ситуация грозит мировым финансам.

Сейчас на деривативных рынках очень высока концентрация риска. В настоящий момент, согласно данным Федеральной службы по контролю за денежным обращением США, пятерка ведущих американских банков держит 96 % всех выпущенных в США деривативов в номинальных позициях и 81 % нетто позиций, подверженных риску в случае дефолта. В деривативную «пятерку» в том числе входит JPMorgan Chase, который держит \$88 трлн в открытых деривативных позициях. За ним следует Bank of America с \$38 трлн и Citibank с \$32 трлн в финансовых производных соответственно. Четвертую строчку занимает Goldman Sachs' со «всего лишь» \$30 трлн. И наконец, на пятом месте располагается слитый воедино в период кризиса Wells Fargo-Wachovia Bank, драматически падая до \$5 трлн. После этой «большой пятерки» объемы позиций американских банков в потенциально взрывоопасных деривативных инструментах снижаются до незначительного уровня погрешности.

Рынок ПФИ четко делится на биржевой и внебиржевой. Биржевой рынок достаточно урегулирован. В то же время на внебиржевом OTC рынке господствует кредитный риск, объемы которого не до конца понятны. Так, в 2007 г. DTCC (Depository Trust & Clearing Corporation) зарегистрировала транзакций с деривативами на колоссальную сумму в \$1,09 квдрлн, что в два раза больше, чем показывает соответствующая официальная статистика.

Поставить под контроль рынок внебиржевых деривативов крайне сложно, так как он весьма многообразен. Вслед за сравнительно простыми (plain vanilla) финансовыми инструментами появились сложные структурные деривативы. Суть этих инструментов заключалась в том, что как актив они представляли собой не что иное, как сложные математические модели оценки рисков. Эти инструменты и выпускаемые на их основе ценные бумаги, в сущности, стали своеобразной монетизацией инвестиционных стратегий банков, инвестиционных фондов и хедж-фондов, выведенных на практически нерегулируемый межбанковский финансовый рынок. Основными покупателями таких бумаг стали пенсионные фонды и обычные банки, специализирующиеся на привлечении депозитов и кредитовании. Деривативные сделки начали конструироваться под частные потребности конкретного клиента, в результате чего зачастую стали создаваться такие сложные продукты, что даже специалистам чрезвычайно сложно разобраться в сопутствующих финансо-

вых потоках. Что уж говорить в данной связи о регуляторах... Описать все ПФИ (ведь чтобы регулировать какой-либо объект, надо сначала его определить, иначе будет непонятно, что конкретно регулировать) практически невозможно. ПФИ можно только классифицировать и описывать их группы на основе общих компонентов или принципов построения, что требует опыта и глубокого анализа финансовой и правовой природы данных сделок. Но на это в большинстве случаев не хватает временных ресурсов, так как объемы сделок нарастают очень быстро и оказывается, что проблемы по тому или иному виду инструментов надо было решать еще вчера. Новые ПФИ множатся в геометрической прогрессии. Так, например, одну из главных ролей сегодня играют CDS (Credit Default Swaps), которые даже не существовали до 2001 г. Однако на их основе уже выпускаются деривативы на деривативы (т.е. ПФИ на CDS). Безусловно, это напоминает своеобразную пирамиду. При этом с каждой последующей генерацией деривативных инструментов нарастает связанный с ними риск и, как следствие, доходность. Безрассудное поведение инвесторов, покупающих все более необеспеченные деривативы и их непрозрачные пакеты, аналогично их поведению в период вхождения в кризис 1997–2000 гг. Когда после гонконгского кризиса рынки рухнули, инвесторов спрашивали, как они могли вкладывать деньги (в том числе клиентов) в заведомо ничем не обеспеченные ценные бумаги (например, ГКО российского правительства), — и получали честный ответ: «Мы не можем отказываться от доходности в 40 % годовых».

Рынок деривативов имеет множество сторонников, как минимизирующих за счет ПФИ свои риски, так и зарабатывающих на нем. Ввиду этого, в последние десятилетия он получил серьезную теоретическую базу, делающую его чуть ли не основой новых мировых финансов. В рамках этого процесса риски, традиционно присущие финансовому сектору экономики, начали фактически переводиться с балансов финансовых институтов путем создания синтетических деривативных продуктов. В особенности кредитные риски стали переходить из банковского сектора к другим участникам инвестиционного сообщества, ввиду чего была нарушена привычная структура взаимоотношений между кредитором и заемщиком капитала и оценка кредитного риска стала постепенно испаряться из самой сути процесса предоставления кредита. Некоторые участники рынка восприняли эту финансовую инновацию как революционный шаг, утверждая, что перемещение риска из банковского сектора к небанковским инвестиционным структурам делает всю современную финансовую систему более крепкой, поскольку риск становится более диверсифицированным и лучше управляемым. Вместе с тем небыстрое экономическое правило гласит, что, наряду с уменьшением

риска отдельной стороны хеджирование может увеличить риск системы в целом в результате потенциальной потери «чувства опасности» ввиду наличия хеджирующей страховки. Применительно к кредитным рынкам реализация данного правила может привести к тому, что кредиторы становятся все более индифферентными к качеству выдаваемых ими кредитов. В результате получается, что банки начинают в большей степени «вскармливать» риск, чем уменьшать его.

Произошедшему бурному расцвету деривативного рынка активно содействовали США. В частности, впервые на американском рынке деривативы превратились из хеджирующих контрактов в универсальный финансовый инструмент, позволяющий оптимизировать банковскую отчетность, минимизировать налоги и, самое главное, манипулировать уровнем подлежащего контролю риска. В 1987 г. ФРС США возглавил Алан Гринспен, который практически совершил революцию, создав и развив институт внебиржевых деривативов, радикально преобразивший финансовый мир. Суть этого преобразования заключалась в том, что к наличным деньгам и кредитным обязательствам, составлявшим ранее двухуровневую модель экономики, добавился третий уровень, который по отношению ко второму уровню — кредитному — стал играть ту же роль, которую сами кредиты играли по отношению к наличным и безналичным долларам. Это привело к парадоксальному преобразению всей банковской системы, заключающемуся в том, что долги фактически получили статус наличности в межбанковских расчетах.

Американские законодатели также сделали все возможное, чтобы не мешать рынку деривативов набирать обороты. Так, принятый в 2000 г. закон дал возможность вывести большинство кредитных деривативов из-под контроля федеральных органов США. Когда рынок в 2008 г. обвалился, эта непрозрачность доставила много хлопот финансовым организациям. В частности, убытки финансовых компаний только в США составили более чем \$1,4 трлн. Наглядной иллюстрацией данной проблемы в приложении к конкретным организациям является то, что только небольшое лондонское подразделение AIG получило \$500 млрд убытка на рискованных операциях с деривативами, а хедж-фонд Weaving Macro Fixed Income, у которого единственным активом был пакет деривативов, вообще обанкротился.

С учетом изложенного очевидно, что рынок внебиржевых деривативов нуждается в срочном установлении адекватного контроля, а надутый на нем пузырь необеспеченных обязательств — в постепенном сдувании. И по всей видимости, финансовые власти США всерьез взялись за регулирование рынка внебиржевых ПФИ.

В мае 2009 г. SEC инициировала первый случай расследования в отношении одного из хедж-фондов касательно инсайдерской торговли CDS. Угроза проверок деятельности, связанной с рынком деривативов, нависла и над остальными американскими частными фондами. В рамках ужесточения регулирования рынка ПФИ в августе 2009 г. Администрация Президента США представила в конгресс законопроект, предусматривающий регулирование внебиржевых деривативов. Он в том числе вводит специальные требования к прозрачности рынка, а также механизмы предотвращения манипулирования торговлей деривативами, мошенничества и других злоупотреблений в отношении данных операций.

Законопроект разделяет регулирование внебиржевого рынка деривативов между SEC и CFTC. В частности, свопы и кредитные деривативы на ценные бумаги будут регулироваться SEC, а свопы, кредитные деривативы на индексы и другие внебиржевые продукты (включая процентные, валютные и товарно-сырьевые свопы) будут регулироваться CFTC. Также федеральные банковские регуляторы продолжают осуществлять юрисдикцию над определенными банковскими продуктами (как определено в Commodity Futures Modernization Act of 2000). Несмотря на такое разделение регулирования, ожидается применение унифицированного подхода на рынке со стороны SEC и CFTC.

В то же время данный законопроект до сих пор не принят. Частично требования по ужесточению регулирования обращения внебиржевых деривативов вошли в закон Додда — Франка о реформировании финансового сектора и защите прав потребителей США, принятых конгрессом США в июле 2010 г. Этот закон, в частности, предусматривает перемещение операций с ПФИ на биржи, увеличение суммы обеспечения, использование центрального контрагента для снижения риска и повышение прозрачности отрасли за счет ужесточения требований к предоставлению отчетности в центральные репозитории. Закон Додда — Франка также предусматривает отделение торговых операций с наиболее рискованными деривативами от основной деятельности банков за счет выведения операций с деривативами в отдельное юридическое лицо. Данное положение также распространяется на иностранные банки (вместе с филиалами), располагающиеся в США.

Особенно интересен тот факт, что уже после финансового кризиса 2008 г., одной из причин которого называли производные от ипотечных ценных бумаг, на деривативах заработали даже те инвесторы, которые считались их противниками. Так, Berkshire Hathaway, принадлежащая миллиардеру Уоррену Баффету, за четвертый квартал 2010 г. заработала \$222 млн на деривативах, которые ранее Баффет называл «финансовым

оружием массового поражения». Как пояснил сам инвестор, он использует деривативы как средство заработать на рыночных дисбалансах.

Основной причиной сегодняшних проблем на финансовых рынках считают непрозрачность и непонимание регуляторами механизмов влияния сложных производных продуктов на финансовые рынки в целом. На экономическом форуме в Давосе в 2013 г. Джордж Сорос заявил следующее: «Сегодня у нас внедрены синтетические инструменты, изобретены деривативы, эффект от работы которых мы не можем полностью понять» Самое же опасное, по его мнению, заключается в том, что сегодня мы действительно не имеем полноценного понимания того, как работают финансовые рынки. «Во время кризиса прежняя теория функционирования рынка бесповоротно рухнула», — считает финансист.

В представленной вашему вниманию книге мы постарались изложить наиболее актуальные подходы к пониманию экономической и правовой природы ПФИ, сложившиеся требования к их учету и регулированию, что, по нашему мнению, отчасти поможет внести некоторую ясность в актуальные сегодня вопросы, стоящие перед мировым финансовым сообществом.

1

РЫНОК ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ В РОССИИ И ЗА РУБЕЖОМ

Рынок производных финансовых инструментов является сегодня неотъемлемой частью мирового финансового рынка. Однако само существование деривативов в последнее время вызывает неоднозначные оценки. Возникнув как инструмент страхования рисков, сегодня они выступают как средство осуществления структурных операций, зачастую весьма спекулятивных, а иногда используются для оптимизации налогов и отчетности. Периодически деривативы даже признаются одной из причин финансовых кризисов или, по крайней мере, их мультипликатором.

Ретроспективный анализ истории развития рынка ПФИ позволяет сделать некоторые выводы о первопричинах сложившейся на сегодняшний день ситуации и определить возможные механизмы снижения влияния производного рынка на реальную экономику.

Итак, во второй половине XIX в. возникли новые виды бирж — фьючерсные биржи. В этот период с развитием торговли и монополизацией производства снижается значение бирж, торгующих реальным товаром, но резко возрастает их функциональная роль в качестве центра по страхованию ценовых рисков. Постоянные колебания стоимости основных биржевых товаров, и прежде всего сельскохозяйственной продукции, заставляли участников биржевых операций искать новые формы сделок. Так появились сделки на реальный товар с его поставкой в определенный срок в будущем. Считается, что первая такая сделка была проведена в Японии в 1730 г. на рисовой бирже «Доджима» и была названа «заблаговременной контрактации». В США подобного рода контракты впервые были заключены на Чикагской торговой бирже по кукурузе. Самый ранний из таких контрактов был зарегистрирован 13 марта 1851 г.

Эти контракты не были стандартизированы, и биржа не несла ответственности за их исполнение. В связи с их нестандартностью вторичный рынок биржевых форвардных контрактов был очень узок или вовсе отсутствовал, так как трудно было найти какое-то третье лицо, интересы которого в точности соответствовали бы условиям контракта, изначально заключенного в рамках потребностей первых двух лиц.

Позже появились биржевые форвардные сделки с гарантийным залогом, который вносили оба контрагента в обговоренном размере и который возвращался им при исполнении обязательств. При нарушении этого условия пострадавшая сторона получала залог в виде возмещения ущерба. Такое снижение риска неисполнения договорной дисциплины частично сдерживало массовые разрывы сделок, но при этом возникала проблема надежности третьего лица — гаранта, хранящего залог.

Фьючерсные контракты появились как результат эволюции форвардных контрактов в 1860 г. в США. В 1848 г. в целях создания более стабильных и прибыльных условий торговли группа чикагских коммерсантов основала Чикагскую торговую палату (CBT) для торговли фьючерсными контрактами на сельскохозяйственную продукцию, которая и сейчас является одной из крупнейших фьючерсных площадок в мире. Вначале она ограничивала свою деятельность организацией форвардных сделок, однако к середине 1860-х гг. количество товара и сроки поставки стали стандартизированными, что облегчило участникам заключение контрактов и фактически положило начало современному фьючерсному рынку.

Система гарантирования сделок развивалась в двух направлениях. С одной стороны, биржи создавали страховые, гарантийные запасы биржевых товаров, а с другой — широкое развитие получил механизм перепродажи ранее заключенных биржевых контрактов, позволявший продавцу или покупателю вместо отказа от исполнения биржевого договора продать свое договорное обязательство или купить новое. В итоге это и привело в США к обращению биржевых фьючерсов как самостоятельных объектов биржевой торговли.

Постепенно фьючерсные контракты стали охватывать широкий набор товаров, таких как большинство групп сельскохозяйственной продукции, нефть, металлы. Финансовые фьючерсы впервые появились в начале 1970-х гг. Бурное развитие фьючерсной торговли происходило не только в США и в Европе, но и в ряде других стран мира, где появлялись фьючерсные рынки. При этом объемы торговли финансовыми фьючерсами вскоре далеко обогнали обороты по традиционным товарам.

В настоящий момент в мире существует относительно небольшое количество успешных фьючерсных контрактов. Так, в деловой прессе можно увидеть котировки только 50–60 фьючерсных контрактов. Одни — весьма популярны, другие — относительно неудачны. Объем торговли некоторыми контрактами превышает 100 000 контрактов в день, тогда как по другим он не достигает и 500 сделок. Ведущие фьючерсные биржи мира максимально учитывают условия успешности нового контракта и формируют инструменты, отвечающие интересам всех участников рынка. Благодаря их усилиям крупнейшие фьючерсные рынки являются сейчас одним из наиболее эффективных и ликвидных торговых механизмов.

Большое число покупателей заставляет их конкурировать между собой и повышать цены. Большое число продавцов заставляет последних цены снижать. Таким образом, на высоколиквидных рынках разрыв между ценами предложений покупателей и продавцов, называемый

спредом, уменьшается из-за высокой конкуренции. Данный показатель служит хорошим критерием оценки ликвидности рынка. На современных фьючерсных рынках спред составляет 0,1% или менее цены товара или финансового инструмента. Именно эта высокая степень ликвидности способствовала тому, что фьючерсная торговля стала играть столь важную роль в коммерции и финансах.

1.1. ПРОЦЕСС СТАНОВЛЕНИЯ МИРОВОЙ ТОРГОВЛИ ФИНАНСОВЫМИ ДЕРИВАТИВАМИ

торговля производными финансовыми инструментами (ПФИ) — самый молодой сектор биржевых операций. Крах Бреттон-Вудского соглашения в 1971 г. и переход большинства стран к плавающим валютным курсам, усиление перетока капитала в международных масштабах, а также появление современных средств связи, обеспечивающих моментальный обмен информацией, — все эти предпосылки обусловили рост колебаний валютных курсов, процентных ставок и уровней инфляции, усиление нестабильности на фондовых и валютных рынках. Сыграл роль и неизбежный процесс превращения отдельных финансовых центров во взаимосвязанные компоненты глобального финансового рынка, приобретающего все более интегрированный характер.

В этих условиях появление ПФИ стало экономически необходимым. Главным их преимуществом явилась возможность более эффективного управления риском, обеспечение защиты от колебаний процентных ставок, курсов валют и цен на акции.

В 1972 г. был образован Международный валютный рынок (ICM), являющийся подразделением Чикагской товарной биржи (CME). В 1979 г. возникла Нью-Йоркская фьючерсная биржа (New-York Futures Exchange, NYFE). В 1982 г. была создана Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (London International Financial Futures Exchange, LIFFE) и открылась торговля фьючерсными контрактами на Филадельфийской фондовой бирже (Philadelphia Exchange, PHLX). В 1985 г. во Франции была основана биржа финансовых фьючерсов (Marche a Terme International de France, MATIF).

Начало XXI в. ознаменовалось процессами слияния региональных бирж с постепенным созданием единого биржевого пространства, вна-

чале европейского, а затем и трансконтинентального. Так, в 1998 г. произошло слияние Немецкой срочной биржи (DTB) и Швейцарской биржи опционов и финансовых фьючерсов (SOFFEX). В 2000 г. произошло объединение Французской биржи (Societe des Bourses Francaises), Бельгийской биржи (Combined Belgian Stock Exchange and Belgian Futures and Options Exchange) и Амстердамской биржи (Combined Amsterdam Stock Exchange and Amsterdam Options Exchange) и образовалась биржа Euronext-pan European Exchange. В 2001 г. к Euronext присоединилась LIFFE, а в 2002 г. — Португальская биржа. В 2007 г. произошло слияние Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE) с европейской Euronext NV. Стоимость сделки, в результате которой была создана первая трансатлантическая биржа, оценивается в \$14,3 млрд. Новая биржа называется NYSE Euronext. Ее рыночная капитализация составляет более \$27 млрд, и она представляет собой международную финансовую корпорацию, частью которой являются как NYSE, так и европейские биржевые площадки в Париже, Лиссабоне, Амстердаме и Брюсселе.

Учитывая активные процессы, идущие в последнее время по слиянию операторов торговых площадок, в ближайшее время расстановка сил в области финансовых рынков может окончательно измениться. Так, за одну только неделю марта 2011 г. London Stock Exchange заявила о слиянии с канадской TMX Group, панъевропейские торговые площадки Chi-X Europe и BATS Europe договорились о сотрудничестве, а немецкая Deutsche Boerse — о намерении объединиться с NYSE Euronext.

В настоящий момент группа Deutsche Boerse является одной из ведущих биржевых организаций в мире. С помощью торговой системы Xetra и Франкфуртской фондовой биржи она оперирует также самой большой фондовой площадкой в Германии.

Nasdaq OMX оставалась едва ли не единственной ни с кем не объединившейся крупной биржей. Однако вскоре появилась информация о том, что Nasdaq OMX собирается нарушить планы Deutsche Boerse и предпринять совместно с Intercontinental Exchange (ICE) попытку недружественного поглощения NYSE Euronext. Однако после того, как им стало ясно, что добиться одобрения сделки Минюстом США, скорее всего, не удастся, так как в данной ситуации почти вся биржевая деятельность в мире могла замкнуться на одной компании, они в мае 2011 г. отозвали свое предложение о покупке трансатлантического конкурента NYSE Euronext примерно за \$11 млрд.

Таким образом, после устранения опасений акционеров касательно монопольного соглашения немецкая Deutsche Boerse AG 15 июля 2011 г. почти добилась заключения \$9,7-миллиардной сделки по покупке NYSE Euronext. Результатом должно было стать создание крупнейшего в мире

биржевого оператора. Предполагалось, что объединенная группа будет доминировать на европейских торгах деривативами, при этом ее операции будут охватывать США, Германию, Великобританию, Нидерланды, Португалию и Бельгию. Однако Еврокомиссия заблокировала слияние из-за опасений, что созданная компания станет претендовать на более чем 90% рынка размещенных деривативов, что значительно затруднит конкуренцию для новых игроков. «Несмотря на антимонопольные оговорки, предлагаемые компаниями, Еврокомиссия пришла к выводу, что слияние будет существенно препятствовать эффективной конкуренции», — говорится в совместном заявлении компаний.

Процессы биржевых слияний стали результатом создания единого европейского и трансконтинентального экономического пространства и явились отражением процессов общей глобализации мировой экономики. Однако в последнее время регуляторы проявляют все больше опасений в отношении монополизации и глобализации непрозрачного рынка ОТС деривативов. В прошлом году из-за блокирования антимонопольными органами не состоялось еще несколько сделок по слиянию в секторе фондовой торговли. Так, например, заявка Nasdaq и Agrium Inc. на покупку NYSE Euronext была отклонена Министерством юстиции США, акционеры TMX Group отклонили предложение Лондонской фондовой биржи о покупке Фондовой биржи Торонто, а правительство Австралии заблокировало сделку по объединению Singapore Exchange Ltd. и австралийской ASX Ltd.

Россия также не остается в стороне от современных глобализационных процессов. В рамках реализации планов по созданию в Москве финансового центра в 2011 г. под единым управлением объединились две крупнейшие биржевые площадки — ММВБ и РТС.

Развитие рынка производных финансовых инструментов шло не только в направлении расширения и унификации организованной торговли, но и по пути модернизации, усложнения и расширения перечня видов финансовых инструментов.

Так, с 70-х гг. XX в. на рынке начали практиковаться опционные операции. В США этому способствовало создание в 1973 г. Чикагской опционной биржи (Chicago Board of Option Exchange, CBOE). Она ввела стандартизированные опционные контракты, оборудовала специальное место для ведения торговли и разработала клиринговый механизм для обеспечения финансовой целостности системы. Эта биржа была и до сих пор остается исключительно опционной. Причинами этого являются, во-первых, более строгое законодательство США в отношении операций с товарными опционами, а во-вторых, перспективность американского фондового рынка.

В 1978 г. при Лондонской фондовой бирже открывается Лондонский рынок торгуемых опционов (London Traded Options Market, LTOM). Создание специализированных бирж быстро трансформировало опционный бизнес из небольшого и фрагментарного в рынок, ставший значительно более ликвидным и эффективным, чем его внебиржевой аналог. В расширении практики опционной торговли во многих случаях определяющую роль сыграли банки, подсказывавшие биржам наиболее интересные их клиентов области. Также значительным шагом в развитии опционного рынка стала публикация в 1973 г. работы Ф. Блэка и М. Шоулза, посвященная оценке стоимости опционов. Она позволила подвести объективное математическое обоснование под теорию стоимости производных, и в особенности опционов.

Объемы операций с ПФИ стремительно возрастали в 1990-е гг. Так, на американском биржевом рынке торговля ПФИ возросла с 148,2 млн контрактов в 1992 г. до 319,8 млн в 1998 г., а объем торговли опционами на финансовые фьючерсы за тот же период увеличился с 39,9 млн контрактов до 86,9 млн.

Однако нарастание объемов торгов происходило не только и не столько за счет нарастания хеджерских, сколько спекулятивных операций с ПФИ. Это незамедлительно привело к огромным финансовым потерям со стороны ряда крупных компаний реального сектора, решивших увеличить свою доходность нетрадиционным для них путем. Так, немецкий промышленный гигант Metallgesellschaft потерял \$1,5 млрд, торгуя нефтяными фьючерсами; Proctor and Gamble понесла убытки в \$157 млн; убытки Codelco составили \$207 млн; убытки Kashima — \$1,5 млрд. Созданный в 1994 г. инвестиционный фонд Long Term Capital Management, в состав управляющих органов которого вошли Р. Мертон, М. Шоулз, бывший руководитель ФРС США Д. Муллин, с капиталом \$4 млрд, совершил операций более чем на \$1,25 трлн. В 1995 и 1996 г. доходность фонда от операций превосходила 40% годовых. А в 1998 г. в результате азиатского финансового кризиса фонд потерял более 90% своего капитала.

Многим интересующимся мировыми финансовыми рынками памятен скандал, разразившийся вокруг английского банка Barings, который славился такой надежностью, что в нем хранила свои деньги британская королева. Вся его надежность пошла прахом в результате сомнительной биржевой деятельности переоценившего свои силы Ника Лиссона, ведущего брокера одного из филиалов банка, расположенного на Востоке. Убыток от его операций составил приблизительно миллиард фунтов стерлингов. Славящийся своей надежностью английский банк рухнул в один день из-за слишком большой открытой брокером позиции.

Всех денег банка не хватило на ее поддержание. Убыток банка составлял \$1,4 млрд, что почти в три раза превышало собственный капитал Barings. Отсидев положенный срок и написав в тюрьме книгу о валютных операциях, Ник Лиссон теперь по всему миру читает лекции о необходимости построения системы внутреннего риск-менеджмента в компаниях, что позволяет ему продолжать вести вполне безбедное существование.

Указанные события впервые привлекли повышенное внимание к производным инструментам. Сложившаяся ситуация вызвала крайнюю озабоченность в среде крупнейших компаний — хеджеров, профессиональных участников рынка ПФИ и саморегулируемых организаций. Для регулирования международного срочного рынка была создана Международная ассоциация свопов и деривативов (International Swaps and Derivatives Association (ISDA), которая с тех пор регулярно проводит съезды своих членов. В центре внимания 450 делегатов XIV ежегодного собрания членов ассоциации, проходившего 24–26 марта 1999 г. в Ванкувере, стоял вопрос, как сделать процедуры работы на внебиржевом международном рынке ПФИ более строгими. Участники пришли к выводу, что в соглашениях о заключении деривативных сделок необходимо более точно определять непредсказуемые события на рынке, способные подстегнуть или заморозить торговлю. Однако, пожалуй, самым главным решением этого форума стало решение о проведении «гармонизации» международного регулирования в области управления рисками с тем, чтобы обеспечить безопасное правовое поле для участников рынка. Так, совместно участниками рынка были выработаны требования, соблюдение которых стало необходимым условием функционирования организованного рынка ПФИ. Организаторы торгов в крупнейших мировых экономических центрах в последнее время строго придерживаются установленных принципов, что способствует дальнейшему развитию и унификации рынков ПФИ.

Период после кризиса 1998 г., явившегося столь тяжелым испытанием для российской экономики и не столь значительно затронувшего экономику мировую, весьма интересен с точки зрения анализа процессов на рынке ПФИ. Если на российском рынке оборот деривативов упал практически до нуля, то оборот мирового финансового рынка валютных и процентных ПФИ, включая так называемые традиционные производные финансовые инструменты, возрос с 1998 г. приблизительно на 10% и составил в апреле 2001 г. \$1,4 трлн. Хотя эти данные и отражают значительное замедление рыночного роста по сравнению с периодом 1995–1998 гг., когда средний дневной оборот вырос на 44%, оно не сопоставимо с тем, что происходило в тот период в России.

Вероятно, в тот момент мировое сообщество, не уделив должного внимания ситуации в России, упустило возможность поставить под жесткий контроль и даже, возможно, частично ограничить ничем не сдерживаемый рост оборотов и, как следствие, рисков на рынке ПФИ.

Замедление прироста оборотов скрыло расхождение в развитии двух сегментов рынка — рынка валютных инструментов, оборот которого снизился, и рынка процентных инструментов, оборот которого вырос на 86%. Если в 1998 г. рынок процентных контрактов составлял 21% общего оборота внебиржевого рынка деривативов, то в 2001 г. — 35%. Данные по биржевым производным финансовым инструментам показывают аналогичную тенденцию — увеличение объема рынка процентных контрактов и сокращение объема рынка валютных инструментов.

Снижение, наблюдавшееся в оборотах рынка валютных инструментов, сильно разнится по отдельным категориям инструментов. Так, оборот обычных форвардных контрактов и валютных свопов снизился на 9% (до \$786 млрд), в то время как оборот валютных опционов и валютообменных (кросс-карренси) свопов упал соответственно на 31% (до \$60 млрд) и 30% (до \$7 млрд). Спад на рынке этих инструментов соответствует спаду на рынке валютных (FOREX) контрактов, снизившемуся на 11% (до \$787 млрд в день в апреле 2001 г.), который был связан с низким оборотом иностранной валюты на спотовом рынке — сегменте финансового рынка, пережившем существенные структурные изменения, связанные с введением в 1999 г. единой европейской валюты евро, что привело к резкому сужению рынка контрактов в валютах стран зоны евро.

Однако самое большое внимание стоит уделить сокращению объемов долларовых контрактов на 34% (до \$256 млрд). Ситуация на рынке сделок с фунтом стерлингов также не укладывается в общую картину — рынок вырос на 20% (до \$101 млрд). Значительный рост был отмечен также на рынке «прочих» валют.

В этот же период увеличению операций на рынке процентных инструментов способствовала повышательная тенденция на рынке процентных свопов, в том числе номинированных в евро, обороты которых возросли на 114% и составили \$331 млрд. Рынок долларовых свопов рос даже быстрее, чем за предыдущие три года (на 178% — \$100 млрд), отражая углубление рынка, происходящее за счет изменений в хеджевой и трейдинговой деятельности на американском рынке государственных ценных бумаг.

Мировой финансовый кризис, последовавший за дефолтом в России в августе 1998 г., выдвинул на первый план риски, присущие использованию государственных облигаций и связанных с ними ПФИ, торго-

мых на биржевом рынке с целью хеджирования позиций по негосударственным ценным бумагам. Участники рынка стали искать альтернативные инструменты хеджирования, такие, например, как процентные свопы. Снижение ликвидности государственных долговых обязательств США, последовавшее за погашением чистого долга Казначейством США, также повысило интерес к долларovým свопам. Более того, энергичная стимулирующая денежная политика, последовавшая за четко выраженным замедлением темпов экономического роста, вероятно, способствовала еще более активному притоку на рынок хеджевых операций и открытия позиций на рынке долларových свопов.

Деловая активность на рынке процентных свопов, номинированных в евро, также быстро росла (на 104% — до \$173 млрд). Введение евро в январе 1999 г. привело к созданию большого и ликвидного рынка свопов, деноминированных в евро. В то время как рынок европейских государственных облигаций оставался неоднородным, показатели свопов в евро, в сущности, стали новой отметкой для европейского рынка государственных облигаций.

По сравнению с рынком евро объем процентных свопов, деноминированных в японской иене, рос медленнее (на 14% — до \$16 млрд), а деловая активность по ним была ниже зарегистрированной в 1995 г. Низкие объемы сделок, вероятно, могли в известной степени отражать широко распространенную в тот период точку зрения, что японские процентные ставки не будут изменяться в ближайшем будущем.

Объем торгов форвардными контрактами увеличился значительно (на 74%, достигнув \$129 млрд) по сравнению с более медленным ростом за предыдущий отчетный период. Напротив, деловая активность на рынке процентных опционов, гораздо меньшем сегменте рынка внебиржевого рынка процентных инструментов, снизилась на 19% (до \$29 млрд), при этом наибольший спад наблюдался на рынке контрактов, номинированных в иене.

Данные рейтинга наиболее часто используемых инструментов также показали быстрое расширение рынка кредитных деривативов. Этот рыночный сегмент получил преимущества за счет расширения номенклатуры инструментов и усовершенствований рыночной инфраструктуры.

Данные по срочности валютных и процентных контрактов отражают общее увеличение открытых позиций по срокам. Рынок краткосрочных валютных контрактов существенно уменьшился, в то время как рынок долгосрочных валютных и процентных инструментов значительно расширился.

Валовая рыночная стоимость, в которой измеряется изменение объемов активов на внебиржевом рынке в текущих рыночных ценах,

возросла с \$2,6 трлн на конец июня 1998 г. до \$3 трлн на конец июня 2001 г.

Наиболее значительными центрами внебиржевой торговли производными финансовыми инструментами в начале XXI в. оставались Лондон и Нью-Йорк, которые сохраняли свои позиции первой и второй торговых площадок. В Лондоне объем ежедневных торгов вырос на 6% и составил \$628 млрд, в то время как в Нью-Йорке подобные показатели снизились на 3% — до \$285 млрд. В других крупных центрах также наблюдалось оживление по соответствующим показателям. Несмотря на то что в апреле 1998 г. крупнейшими центрами после Лондона и Нью-Йорка были Токио, Париж, Сингапур, Франкфурт и Цюрих, в апреле 2001 г. рейтинг стал таким: Франкфурт, Токио, Париж, Сингапур, Цюрих. Франкфурт выиграл за счет введения евро и открытия Европейского центрального банка (ЕЦБ). При этом первым пяти центрам принадлежало 70% всего объема сделок.

Однако следует заметить, что географическое сосредоточение может сильно колебаться и не отражать реального состояния дел на рынке внебиржевых деривативов. Так, например, единственный посредник может сконцентрировать большое количество операций на определенной группе инструментов (как в случае с кредитными деривативами). Хотя ведущие дилеры крупнейших центров в основном имеют высокий рейтинг, чрезмерная концентрация рисков всегда ставит вопрос о стабильности системы. Более того, опыт ситуации, в которой оказался LTCM (хеджевый фонд США, открывший многочисленные позиции на внебиржевом рынке производных финансовых инструментов) осенью 1998 г., показывает, что возникновение проблем в секторе не учитывающихся участников финансового рынка может иметь весьма серьезные последствия.

В первом десятилетии XXI в. мировой рынок товарных и финансовых производных инструментов остается одним из наиболее динамично развивающихся элементов экономики. Он представлен биржевым и внебиржевым рынками, конкуренция между которыми дает дополнительные стимулы роста (рис. 1).

Регулярные аналитические обзоры, подготавливаемые Базельским комитетом по банковскому надзору с 1995 г. (на основе унифицированного набора показателей, касающихся операций банков и финансовых компаний с производными инструментами), позволяют не то чтобы контролировать, но, по крайней мере, представлять состояние этого рынка.

Так, в 2002 г. на биржах было заключено порядка 6 млрд контрактов, в целом на рынке в 2003 г. было заключено \$7,9 млрд контрактов,

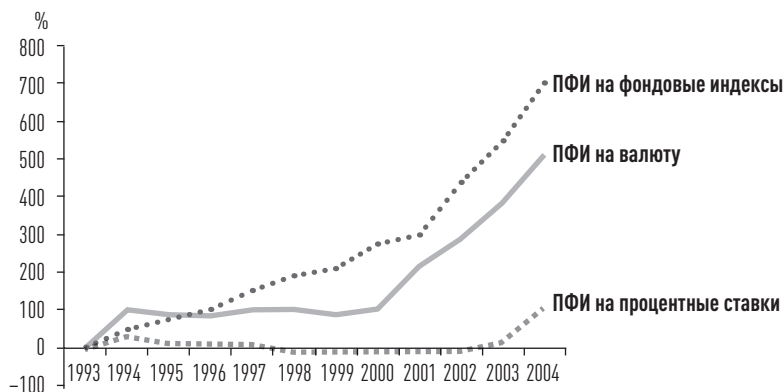


Рис. 1. Прирост объема торгов (в долл.) ПФИ по отношению к 1992 г. (%)

в 2004 г. — 8,6 млрд контрактов. По сравнению с 2002 г. в 2003 г. прирост составил 31%. По сравнению с 2003 г. в 2004 г. прирост составил 9,4%. Практически аналогичный прирост (28%) наблюдался в 2002 г. по сравнению с 2001 г. За последние 20 лет — с 1984 г. по 2004 г. — среднегодовой темп прироста количества торгуемых контрактов равнялся 21%. Данная цифра соответствует удвоению объемов торговли деривативами каждые 3,5 года.

Из общего объема торговли в 2003 г. 34,5% пришлось на фьючерсы и 64,5% — на опционы. В 2004 г. эти цифры соответственно составили 37,1 и 62,9%. Наиболее популярными контрактами в 2003 и 2004 г. были опционы на фондовые индексы. Их удельный вес в общей биржевой торговле составил соответственно 42,4 и 36,2%. Второе место занимали опционы на акции — 18,5 и 21,7%, третье — фьючерсы на долгосрочную процентную ставку — 10,9 и 11,3%.

Наиболее активно на биржах торговались финансовые деривативы. Удельный вес товарных контрактов составлял в 2003 и 2004 г. соответственно только 4,69 и 4,85%.

Совокупный номинал внебиржевых деривативов в западной экономике в декабре 2004 г. составил \$248,288 трлн, биржевых финансовых контрактов — \$46,592 трлн. Для сравнения можно сказать, что совокупный номинал внебиржевых деривативов в декабре 2000 г. равнялся \$95,2 трлн, биржевых — \$14,3 трлн, в 1987 г. совокупный номинал биржевых контрактов составлял только \$729,9 млрд.

Приведенные цифры наглядно показывают лавинообразное нарастание объемов сделок с ПФИ на мировых площадках. А так как оценка уровня вероятности реализации риска является одним из основных показателей, участвующих в формировании рынка деривативов, то оче-

видно, что неконтролируемое нарастание объемов заложило базу для кризиса доверия 2008–2012 гг.

Если судить по совокупному контрактному номиналу, то наиболее популярными контрактами в мировой практике 2002–2004 гг. как на внебиржевом, так и на биржевом рынке стали деривативы на процентные ставки. Их удельный вес на внебиржевом рынке составляет более 70%, а на биржевом — более 90%. На внебиржевом рынке наибольший удельный вес в целом и среди процентных инструментов имеют процентные свопы. Их доля в общем объеме внебиржевого рынка в эти годы превышает 55%, а среди процентных инструментов составляет более 77%.

На биржевом рынке финансовых производных инструментов лидирующая роль в этот период принадлежала Северо-Американскому континенту. По итогам 2004 г. его доля на фьючерсном рынке составляла 55,4%, на опционном — 61,9, доля Европы соответственно 31,6 и 37,3%.

Наиболее популярными в 2004 г. биржевыми деривативами были:

- опцион на индекс Kospi 200 Корейской фьючерсной биржи (Kofex, 2 586,8 млн контрактов);
- фьючерс на трехмесячный евродолларовый депозит Чикагской товарной биржи (CME, 297,58 млн контрактов);
- фьючерс на Euro-Bund, представленный на Eurex (239,79 млн контрактов).

По объемам торговли в 2004 г. среди срочных бирж:

- первое место заняла Корейская фьючерсная биржа (2586,82 млн контрактов);
- второе — Eurex (1 065,64 млн контрактов);
- третье — Чикагская товарная биржа (CME) (805,34 млн контрактов);
- четвертое — Euronext.Liffe (790,38 млн контрактов);
- пятое — Чикагская торговая палата (599,99 млн контрактов).

Если рассматривать торговлю только фьючерсными контрактами, то тогда:

- первое место приходится на Eurex (684,63 млн контрактов);
- второе — на Чикагскую товарную биржу (664,88 млн контрактов);
- третье — на Чикагскую торговую палату (489,23 млн контрактов);
- четвертое — на Euronext.Liffe (310,67 млн контрактов);
- пятое — на Мексиканскую биржу производных инструментов (Mexican Derivatives Exchange, 210,36 млн контрактов).

Рис. 2 характеризует биржи по объемам торгов в 2004 г.

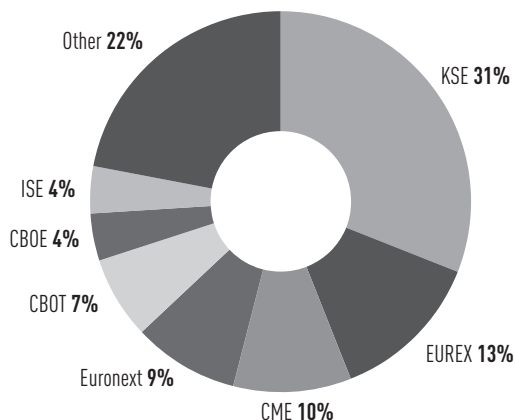


Рис. 2. Крупнейшие биржи ПФИ в 2004 г.

Одним из существенных моментов развития срочного рынка в 2004 г. стало развитие фьючерсной торговли в Китае. Так, по количеству фьючерсных контрактов, заключенных в 2004 г. на биржах мира, китайская биржа Dalian Commodity Exchange (DCE) занимает десятое место (88,03 млн контрактов). Для сравнения можно отметить, что девятое место приходится на Нью-Йоркскую товарную биржу (133,28 млн контрактов). С учетом опционной торговли DCE занимает 16-е место в мире. Ее контракт на соевые бобы (No.1 Soybeans) входит в двадцатку наиболее торгуемых контрактов в мировой практике. В 2004 г. он занял 18-е место (57,34 млн контрактов). Объем торговли другим контрактом на DCE — на сою (Soy Meal) составил 24,75 млн контрактов. Для сравнения можно отметить, что число контрактов на соевые бобы (Soybeans) в Чикагской торговой палате составило только 18,85 млн контрактов. Следует подчеркнуть, что пока DCE обслуживает только внутренний рынок Китая.

Наибольший удельный вес в торговле ПФИ в 2005 г. имеют такие сделки, как фьючерсы и опционы на процентные ставки, валютные фьючерсы, опционы и свопы, фьючерсы и опционы на свопы («свопционы»).

Объем торговли товарными фьючерсами в этот период стабилен и составляет около 300 млн контрактов в год. В общей массе фьючерсных контрактов более половины занимают процентные фьючерсы, четверть — товарные фьючерсы и приблизительно седьмую часть — фьючерсы на фондовые индексы. Валютные фьючерсы активно вытесняются контрактами типа своп. На рынке опционов доминируют инструменты с базисными активами в виде акций (около 60% в общем объеме торговли) и фондовых индексов (около 25%). Торгуемые финансовые инструменты, как правило, основаны на национальных базисных акти-