**Игорь ЛАУХИН,**
директор департамента управления торговли и продаж,
UFS Investment Company

**Инвесторы уже давно привыкли к инструментам рынка деривативов, к фьючерсам на акции, индексы, к опционам. Существует масса различных стратегий, позволяющих снижать риск инвестиций в акции и зарабатывать в разы больше, чем на спот-рынке, используя различные комбинации позиций фьючерсов, опционов и спота. Объемы операций на рынке производных инструментов огромные, а возможности — еще больше. Но все это касается производных инструментов на акции. На долговом рынке количество базовых активов, лежащих в основе производных инструментов, в разы меньше.**

# Производная ФУНКЦИЯ

Если говорить про российский сегмент рынка евробондов, то биржевых фьючерсов и опционов на нем мы не встречали. Не так давно ММВБ объявила о своем намерении в ближайшее время запустить фьючерсы на корзины ОФЗ. Но пока эта инициатива остается лишь в планах. Несколько лет назад на бирже РТС котировались фьючерсы на ОФЗ и корзину облигаций города Москвы, также существовали фьючерсы на некоторые корпоративные выпуски. Но в настоящее время на срочном рынке FORTS этих инструментов нет. Причиной отказа от них стало ухудшение ликвидности на спот-рынке в разгар кризиса осенью 2008 года. Сейчас биржа РТС рассматривает возможность возобновления торговли фьючерсами на корпоративные выпуски. Таким образом, единственным инструментом российского организованного рынка производных, имеющим отношение к долговому рынку, можно назвать фьючерсы на MOSPRIME. Но использовать их можно в основном только для хеджирования рисков изменения процентных ставок.

Кроме того, в российской, как и в мировой, практике распространены форвардные сделки с облигациями, которые были размещены, но еще не успели выйти на вторичный рынок. Если мы говорим исключительно про российский биржевой рынок, то на нем можно встретить и форвардные контракты на бумаги, находящиеся «на купоне», хотя полноценными деривативами данные сделки назвать сложно.

> ПРАКТИЧЕСКИ ВСЕ ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА ЕВРОПЫ, АЗИИ И АМЕРИКИ ИМЕЮТ ПРОИЗВОДНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ, КОТИРУЕМЫЕ НА РАЗЛИЧНЫХ БИРЖАХ. ОДНИМИ ИЗ САМЫХ ЛИКВИДНЫХ ЯВЛЯЮТСЯ ФЬЮЧЕРСЫ И ОПЦИОНЫ НА АМЕРИКАНСКИЕ TREASURIES

В мировой практике возможностей намного больше. Практически все государственные долговые обязательства Европы, Азии и Америки имеют производные инструменты, котируемые на различных биржах. Одними из самых ликвидных являются фьючерсы и опционы на американские Treasuries. Применяя эти инструменты, можно реализовывать любые стратегии с использованием деривативов. В отличие от рынка акций, классический рынок долговых инструментов менее волатилен, а это означает, что вероятность маржин-колла ниже, что позволяет держать меньше средств под ГО.

Конечно, существует и внебиржевой рынок деривативов, на котором сделки с производными инструментами заключаются между двумя контрагентами на индивидуальных условиях. Это, с одной стороны, позволяет подобрать наиболее подходящие параметры для хеджирования той или иной операции или реализации торговой идеи. С другой стороны, ликвидность купленного актива невелика, по сути дела, его можно будет продать (закрыть позицию) только своему же контрагенту. А это означает как минимум затраты на спред, а в худшем случае — полное отсутствие ликвидности и, как следствие, необходимость либо фиксировать убытки по позиции, либо ждать экспирации контракта. Кроме того, когда речь идет о внебиржевом рынке, всегда существует дополнительный риск контрагента. Если в случае биржевой торговли риск исполнения контракта и пересчета вариационной маржи лежит на

бирже, то во внебиржевой сделке все расчеты необходимо проводить самостоятельно. В связи с этим возникает необходимость прохождения процедуры установки линий на контрагентов, что, в свою очередь, приводит к дополнительным временным и административным затратам.

Кроме классических производных инструментов, таких как фьючерсы и опционы, на внебиржевом долговом рынке есть так называемые CDS (Credit Default Swap). CDS — это разновидность кредитного деривативa, которая позволяет работать только с риском дефолта заемщика. Активными игроками и маркет-мейкерами на этом рынке в основном являются инвестбанки (GS, DB, MS, GPM, CS). CDS — это только OTC-контракты. Конечно, есть определенные правила и стандарты, но все же всегда присутствует возможность сконструировать CDS индивидуально под нужды того или иного клиента. Сейчас объем выписанных CDS превышает весь объем долга, на который они выпущены. Связано это с тем, что из-за внебиржевого характера данного инструмента провести полный неттинг позиций невозможно. По данным DTCC, номинальный объем контрактов CDS на Россию составляет не такую большую сумму — $110 млрд, при этом чистая позиция — всего лишь около $8.3 млрд. Первый кредитный дефолтный своп CDS выпустил один из крупнейших американских инвестиционных банков JP Morgan в 1995 году. Тот факт, что операции с CDS были забалансовыми, не отражались в бухгалтерских книгах и их необязательно было показывать на счетах, привлекло множество финансовых институтов. Постепенно из экзотики кредитные дефолтные свопы превратились в массовый продукт. Их начали активно использовать такие крупнейшие банки, как Deutsche Bank, UBS, Barclays, Royal Bank of Scotland и Societe Generale. Но когда начался рост процентных ставок, повлекший за собой дефолты по ипотечным закладным, поднялся вал требований держателей CDS к выпустившим их финансовым институтам. В марте 2008 года один из столпов Уолл-стрит, крупный инвестбанк Bear Sterns, не выдержав давления массового выкупа дефолтных свопов, оказался банкротом. CDS относится к так называемой группе производных финансовых инструментов — не регулируемых и не контролируемых ни биржами, ни государством.

Принцип работы CDS следующий: цена составляет разницу между YTM базового актива и risk-free ставкой. Следовательно, CDS котируются в процентных пунктах. Продавец CDS выписывает контракт на определенную номинальную стоимость и продает его за N базисных пунктов (годовых). Покупатель контракта ежемесячно (или раз в полгода или год) выплачивает продавцу соответственное вознаграждение (N базисных пунктов годовых). В случае дефолта эмитента продавец CDS возвращает покупателю номинал контракта CDS, а покупатель передает продавцу дефолтные облигации по номиналу, соответствующие номиналу CDS. Если дефолта не было, то CDS истекает и обязательства прекращаются.

В последнее время стали очень популярны корзины CDS-контрактов, которые предлагают инвестбанки. Такой инструмент содержит в себе несколько CDS-контрактов на разные облигации. Как правило, цена корзины ниже суммы цен ее компонентов. Это является более дешевым и удобным способом хеджирования риска дефолта сразу по портфелю облигаций. Однако если до конца истечения срока CDS хотя бы по одной бумаге случается дефолт, продавец и покупатель обмениваются деньгами и дефолтными активами, а контракт CDS на корзину прекращает свое действие.

Основные преимущества CDS:

– CDS-контракты позволяют работать только с риском дефолта, не затрагивая другие рыночные риски.

– CDS существуют практически на все возможные облигации, включая Treasures. Это не связано с тем, что кто-то опасается дефолта США. Дело в том, что при помощи CDS можно структурировать нужные обязательства синтетически, достаточно просто купить risk-free доходность и продать CDS на нужный базовый актив. Такая позиция будит иметь тот же YTM, что и базовый актив. Также при помощи CDS очень удобно создавать долговые обязательства с требуемыми параметрами дюрации и времени до погашения, потому что на рынке может просто не оказаться в обращении облигаций необходимой длины или быть недостаточно ликвидности в интересующих управляющего выпусках.

– Если в портфеле имеется неликвидная бумага, купив CDS, можно застраховать себя от основного риска дефолта, при этом не нужно продавать неликвидную облигацию в рынок по невыгодной цене, тем самым захеджировав стратегию buy and hold без использования классического фьючерса или опциона.

– Так как это производный инструмент, то для поддержания позиции достаточно просто некоторого обеспечения.

В свою очередь, основные недостатки CDS:

– CDS — это отдельный рынок и, как показал 2008 год, бывают ситуации, когда котировка CDS не соответствует премии за риск по базисному активу, тем самым вероятны определенные ценовые диспропорции.

– Возникает достаточно ощутимый риск контрагента, который выписал или купил у вас контракт. Это ярко проявилось во время банкротства Lehman Brothers.

– Порог входа на рынок достаточно высок, и круг основных дилеров (маркет-мейкеров) ограничен.

– Присутствуют проблемы с отображением CDS на балансах, так как нет единых правил и стандартов. В результате, забалансовые инструменты могут таить в себе достаточно серьезную угрозу в будущем.

Таким образом, рынок CDS, на наш взгляд, удобен только для узкого круга профессиональных игроков и закрыт для широкого круга инвесторов.

Говоря о рынке долговых обязательств в разрезе производных инструментов, нельзя не упомянуть классические варианты использования опционов, которые существуют уже довольно давно, но не всеми инвесторами воспринимаются как деривативы. Мы говорим о встроенных пут- и колл-опционах в эмиссиях долгового рынка. К сожалению, в российской практике встроенные опционы используются в основном как инструменты хеджирования риска изменений процентных ставок. Сейчас, в посткризисное время, когда сложно занять длинные деньги, эмитенты часто применяют именно встроенный пут-опцион для привлечения инвесторов. С одной стороны, при использовании досрочной оферты в структуре выпуска инвестор страхует себя от возможных рисков роста процентных ставок в ближайшее время, с другой стороны, у эмитента остается возможность использовать встроенный опцион в ближайшее время для уменьшения стоимости заимствования в случае улучшения рыночной ситуации.

В ПОСЛЕДНЕЕ ВРЕМЯ СТАЛИ ОЧЕНЬ ПОПУЛЯРНЫ КОРЗИНЫ CDS-КОНТРАКТОВ, КОТОРЫЕ ПРЕДЛАГАЮТ ИНВЕСТБАНКИ. ТАКОЙ ИНСТРУМЕНТ СОДЕРЖИТ В СЕБЕ НЕСКОЛЬКО CDS-КОНТРАКТОВ НА РАЗНЫЕ ОБЛИГАЦИИ. ЭТО ЯВЛЯЕТСЯ БОЛЕЕ ДЕШЕВЫМ И УДОБНЫМ СПОСОБОМ ХЕДЖИРОВАНИЯ РИСКА ДЕФОЛТА СРАЗУ ПО ПОРТФЕЛЮ ОБЛИГАЦИЙ

В мировой же практике часто используются встроенные опционы, связанные с корпоративными событиями эмитента. Например, инвесторы, покупая облигации, покупают также и право досрочного выкупа в случае изменения кредитного рейтинга эмитента или смены владельца контрольного пакета акций эмитента. Использование подобных ковенант в структуре выпуска повышает инвестиционную привлекательность эмиссии и уменьшает затраты эмитента на обслуживание долга. С точки зрения инвестора, выпуск становится более ликвидным, что позволяет уменьшить затраты и при необходимости быстро выйти из бумаги.

Несмотря на всю привлекательность производных инструментов, деривативы на долговом рынке получили не такое широкое распространение, как на рынке акций. Возможно, это связано с основными отличиями этих двух рынков. В случае с долговым рынком речь идет о заранее известной, прогнозируемой доходности портфеля. В то же время, если мы говорим про хеджирование позиций, то это снижает доходность портфеля. Использование производных для создания стратегий наподобие «синтетической облигации» тоже лишено смысла, так как в большинстве случаев доходность на бондах будет выше. Единственным сильным аргументом в пользу деривативов рынка фиксированной доходности можно было бы назвать применение плеча. Но для эффективного использования этого преимущества необходима высокая ликвидность. В настоящий момент ее, к сожалению, можно найти только на американском рынке производных Treasuries.

Тем не менее, довольно часто встречаются структурные продукты, использующие совмещение облигаций с деривативами на другие инструменты фондового рынка. В таком случае есть возможность создать инструмент с сохранением первоначального капитала и потенциально неограниченной прибылью. Принцип работы подобных инструментов заключается в следующем. В базу выбирается облигация или портфель облигаций, который считается безрисковым. Кроме того, как упоминалось выше, всегда есть возможность купить CDS на бумагу или бумаги, находящиеся в этом портфеле, что уменьшит риск, но также повлияет на общую доходность стратегии в худшую сторону. Далее определяется инвестиционный горизонт и размер инвестиций, который необходимо разбить на две части: базу и будущий купонный доход за инвестиционный период. Таким образом, инвестируя базу в портфель бондов, в конце инвестиционного периода мы получаем первоначальную сумму инвестиций. Вычлененный будущий купонный доход используется для операций с производными инструментами, прибыль по которым потенциально не ограничена.

Примером может служить вариант реализации одной из таких стратегий. В апреле текущего года еврооблигации банка «Русский Стандарт», номинированные в долларах США, с погашением через полгода можно было купить по цене чуть ниже номинала, что соответствовало доходности около 8% годовых. Действуя по описанному выше методу, будущий купонный доход мы инвестировали в опционы. Учитывая нестабильную рыночную ситуацию в тот момент, были купленые опционные контракты CALL на фьючерс по десятилетним Treasures с экспирацией в сентябре этого года со страйком 114.5 (на тот момент at-the-money). Стоимость одного опциона составила $1.54 за контракт. Сейчас спот-рынок находится на уровнях 126 и стоимость одного опциона составляет $11.47. Таким образом, зафиксировав сейчас позицию по опционам, не дожидаясь их экспирации, а затем, дождавшись погашения еврооблигаций банка «Русский Стандарт» мы получаем доходность 38.79% годовых. Более детальный расчет представлен в таблице.

Опыт предыдущих лет показывает, что инвестиционное сообщество постоянно создает новые инструменты и производные на них. Так что в ближайшее время мы сможем увидеть совершенно новые производные инструменты на привычном и старом как мир рынке долговых обязательств.

Таблица 1
**Опционная стратегия**

| | |
|---|---|
| Размер портфеля | $ 1 000 000 |
| Дата начала инвестирования | 07.04.2010 |
| Дата окончания стратегии | 07.10.2010 |
| Часть, инвестируемая в облигации | $ 962 962.96 |
| Название облигации | RUSB-10 |
| Доходность инвестиций | 8.00% |
| Выплаты | $ 37 037.04 |
| Итого в конце года | $ 1 000 000 |
| Покупка опциона US 10yr fut optn Sep10C 114.5 | |
| Страйк | 114.5 |
| Цена одного опциона в пунктах | 1.54 |
| Цена одного опциона | $ 1 843.75 |
| Количество CALL | 20 |
| Итого | $ 37 037.04 |
| Уровень исполнения опционов | 126 |
| Заработок от одного опциона | $ 9 656,25 |
| **Итого** | **$ 193 974** |
| Срок инвестирования (в месяцах) | 6 |
| Доходность стратегии | 38.79% |