Всеволод МАЛЕВ,
заместитель генерального директора, ЗАО «БФА»

«Внебиржевые деривативы предназначены для управления валютными, товарными или процентными рисками»

С начала 2000-х годов товарные и валютные рынки постоянно привлекают внимание широкой общественности, особенно у нас в России. Взрывной рост или, наоборот, рекордное снижение цен на нефть, продукцию сельского хозяйства и драгоценные металлы широко освещаются в прессе. Инвестиции в инструменты товарных рынков становятся предметом рекомендаций банковских аналитиков, а курсы валют и цены на нефть — темой вечерних разговоров «на кухне». Это не удивительно: благосостояние всех россиян так или иначе зависит от мировых цен на сырье.

Причиной сильных ценовых колебаний последнего десятилетия на мировых товарных рынках стал масштабный приход на них инвестиционного капитала (не последнюю роль в этом сыграла рекордно низкая учетная ставка ФРС США), превративший товары (сырье) в отдельный класс инвестиционных активов. К сожалению, наделение этих инструментов несвойственными им качествами привело к колоссальным ценовым искажениям и росту волатильности, которые мы наблюдаем последние 10 лет. Рынки товарных и финансовых производных имеют иную природу, нежели фондовые: в отличие от акций и облигаций сделки с производными финансовыми инструментами (ПФИ или деривативы) не предполагают перехода права собственности на базисный актив. Товарные биржи возникли как механизм риск-менеджмента, позволяющий зафиксировать цену на базисный актив с поставкой (или расчетами) в будущем.

Аналогичную цель имеют и внебиржевые инструменты, предоставляющие большую гибкость по сравнению с биржевыми в части выбора базисного актива, объема номинала, срока до погашения и самой структуры инструмента. Считается, что инвестиционные банки придумали первые внебиржевые деривативы (товарные свопы на нефть) для того, чтобы обойти требование регулятора по обязательной декларации крупной фьючерсной позиции (large trader declaration), но настоящее развитие эти инструменты получили благодаря их широкому использованию для хеджирования ценовых и валютных рисков. К слову, в настоящий момент в мире открыты позиции по деривативам на $700 трлн, что почти в 8.5 раза больше глобального ВВП.

Не существует единой классификации внебиржевых ПФИ, но по аналогии с биржевыми инструментами их можно разбить на две большие группы: 1) инструменты с «линейным» ценообразованием — так называемые delta one products, — включающие поставочные и расчетные форварды; валютные, процентные и товарные свопы; и 2) инструменты с «нелинейным» ценообразованием — различные опционы. Для осуществления сделок с внебиржевыми ПФИ, как правило, необходимо открытие взаимных торговых линий и установление лимитов кредитного риска между потенциальными контрагентами, подписание генеральных соглашений о срочных сделках в формате ISDA (International Swaps and Derivatives Association) с приложениями. Несколько особняком стоят внебиржевые ПФИ с «биржевым клирингом», сделки по которым заключаются между двумя контрагентами, а расчет и поставка осуществляются через биржу (центрального контрагента), что существенно снижает кредитные риски. В этом случае подписания генерального соглашения не требуется. В качестве примера можно привести многочисленные ПФИ на индексы цен на нефть и нефтепродукты, клиринг которых осуществляют Intercontinental Exchange (ICE) и аналогичная по идеологии площадка в составе объединенных чикагских бирж (CME Clearport).

Совершенно отдельная группа внебиржевых ПФИ — кредитно-дефолтные свопы (credit default swaps, CDS), которые являются своеобразной страховкой от дефолта суверенных или корпоративных заемщиков.

В России рынок внебиржевых деривативов представлен в большинстве своем ПФИ на валюту. Большинство внебиржевых сделок с деривативами заключается на основании генерального соглашения о срочных сделках на финансовых рынках, форма которого утверждена тремя профессиональными ассоциациями — НАУФОР, НВА и АРБ — и подготовлена на основании иностранного стандартного соглашения ISDA Master Agreement. В текущей ситуации рынок внебиржевых деривативов в России нельзя назвать прозрачным и даже приблизительно оценить его размеры, так как в настоящий момент только сделки «валютный своп» подлежат обязательной отчетности в депозитарии. По сообщению газеты «Ведомости», в 2014 году 58 крупнейших российских компаний из основных отраслей промышленности понесли убытки от переоценки стоимости ПФИ на сумму не менее 290 млрд руб., что составляет около 2/3 суммы, потраченной ЦБ РФ в декабре 2014 года на поддержание рубля.

Обязанность участников рынка по предоставлению отчетности по иным сделкам с ПФИ, заключенным на основании генерального соглашения, наступает с 1 октября 2015 года, однако есть большие сомнения о вступлении этой нормы в силу, так как сроки уже неоднократно переносились. На наш взгляд, разумное (не избыточное) регулирование внебиржевых ПФИ в России и за рубежом неизбежно приведет к повышению прозрачности на этом рынке, снижению рисков и стоимости проведения операций.

Для наглядности предлагаю разобрать две внебиржевые сделки с ПФИ между российской компанией (РК) и российским финансовым институтом (РФИ).

В РОССИИ РЫНОК ВНЕБИРЖЕВЫХ ДЕРИВАТИВОВ ПРЕДСТАВЛЕН В БОЛЬШИНСТВЕ СВОЕМ ПФИ НА ВАЛЮТУ

ТОВАРНЫЙ СВОП НА НЕФТЬ МАРКИ «URALS»

Независимая российская нефтедобывающая компания (РК) заключила контракт на поставку 100 тыс. тонн нефти иностранному покупателю с ценообразованием по формуле «среднеарифметическое значение котировок Platts Urals FOB Novo» за месяц, в который осуществляется поставка. На момент заключения договора котировка Platts на следующий месяц была равна $52.75 за баррель. РК несет риск снижения цены и уменьшения маржинальности операций. Для минимизации этого риска РК заключает внебиржевую сделку с РФИ на условиях, представленных в таблице 1.

В случае реализации неблагоприятного сценария — снижения плавающей цены до $46 за баррель — РФИ должен будет компенсировать РК разницу в $6.75/баррель ($4.95 млн), что нивелирует негативный эффект снижения рыночных цен. В случае роста плавающей цены до $58/баррель РК реализует нефть по текущей средней котировке и выплатит РФИ разницу в $5.25/баррель ($3.85 млн). Но и в этом случае эффективная цена реализации нефти будет равна $52.75/баррель.

Таблица 1
Условия заключения внебиржевой сделки РК с РФИ

Инструмент	Товарный непоставочный своп
Базисный актив	Platts Urals FOB Novo
Номинал	100 000 MT (или 733 тыс. баррелей)
Срок	Следующий календарный месяц
Фиксированная цена	$52.75/баррель
Плавающая цена	Среднеарифметическое значение котировок Platts Urals FOB Novo, опубликованных в Platts Oilgram Price Report за каждый день календарного месяца расчетов
Продавец	РК
Покупатель	РФИ

ВАЛЮТНЫЙ ОПЦИОН

Российский импортер (РК) планирует закупить партию кофе с оплатой через два месяца при текущем курсе рубля, равном 65 руб. за доллар. Цена на кофе зафиксирована, однако РК опасается дальнейшего снижения курса рубля до 80 руб. за доллар. Для минимизации риска ослабления рубля РК заключает внебиржевую сделку с РФИ и приобретает опцион «колл» с датой экспирации через два месяца, ценой «страйк», равной текущему курсу, по цене 3 руб./$ (таблица 2).

Если на дату экспирации опциона курс рубля снизился до 80 руб. за доллар, РФИ выплатит РК разницу между курсом на дату экспирации и ценой «страйк» опциона (80–65 руб.) • $2.000.000 = 15.000.000 руб. При укреплении рубля до 50 руб. за доллар РК имеет возможность купить валюту для расчетов с поставщиком по более выгодному курсу и не исполнять опцион, потеряв уплаченную РФИ премию.

Необходимо понимать, что внебиржевые ПФИ не являются в чистом виде инвестиционными продуктами. В первую очередь они предназначены для управления валютными, товарными или процентными рисками.

Инструмент	Валютный опцион «колл»
Базисный актив	USDRUB_TOM_MOEX
Номинал	$2.000.000
Срок	60 дней
Цена «страйк»	65 руб./$
Премия	3 руб./$
Плавающая цена	Значение USDRUB_TOM на Московской бирже на дату экспирации опциона
Продавец	РФИ
Покупатель	РК

Таблица 2
Условия заключения внебиржевой сделки РК с РФИ путем приобретения валютного опциона «колл»

Инвестиционные банки и брокерские компании, предоставляющие своим клиентам услуги хеджирования, могут предложить широкий диапазон различных стратегий риск-менеджмента, созданных на основе и с использованием внебиржевых ПФИ. В отдельных случаях крупные институциональные инвесторы (страховые компании, пенсионные фонды, хедж-фонды и commodity pools) могут приобрести/продать внебиржевой производный инструмент, биржевой аналог которого отсутствует в принципе: так, например, в 2006–2007 годах американский Хедж-фонд Джона Полсона (John Paulson & Co.) сделал ставку на крах рынка subprime ипотеки через внебиржевой ПФИ, который для фонда специально создал инвестиционный банк «Голдман Сакс».

CBONDS SCHOOL

Курс «Основы рынка облигаций»

25–27 сентября 2015,
Москва, учебный центр «PM Expert»

О проекте

Проект Cbonds School — программа обучающих семинаров и тренингов, проводимых информационным агентством Cbonds — ведущим информационным ресурсом на рынке облигаций в России и странах СНГ. Информационное агентство Cbonds на протяжении более 12 лет осуществляет информационное покрытие рынков облигаций, с 2003 года проводит профессиональные конференции по рынку облигаций, с 2006 года издает ежемесячный журнал Cbonds Review.

Особенностью проекта Cbonds School должна стать максимальная практическая составляющая курсов и тренингов. В качестве преподавателей Cbonds School приглашаются специалисты, имеющие многолетний практический опыт работы на рынке.

О курсе

Курс «Основы рынка облигаций» — первый образовательный курс в рамках проекта Cbonds School. Задача курса — заложить у слушателей понимание основ работы рынка облигаций. В ходе курса слушатели ознакомятся с основными понятиями облигационного рынка, математикой рынка облигаций, основами анализа облигаций, принципами формирования портфеля облигаций, основами макроэкономического анализа и др. Курс рассчитан на людей, имеющих высшее образование и знакомых с основными концепциями и понятиями рынка ценных бумаг.

Регистрация:
Юлия Усова,
j.usova@cbonds.info
Тел. +7 (812) 336-97-21 *104

www.cbonds-congress.com

Реклама