«Сделано в Голландии». Деривативы XVII века на бирже Амстердама

Сергей ПАХОМОВ,
Д. Э. Н.

Прав ли был Кеннет Гэлбрейт, сказав: «Правилом является тот факт, что финансовые операции не подвержены инновациям. То, что вновь и вновь восхваляется как таковые, без всякого исключения является лишь вариацией уже известного инструмента… Финансовый мир вновь и вновь восхваляет изобретение колеса, часто во все менее устойчивой форме. Все финансовые инновации вовлекают в себя создание в той или иной форме нового долга, в большей или меньшей степени обеспеченного реальными активами… Такая кажущаяся инновация является лишь одним из вариантов старого дизайна, нового лишь в дефектной памяти финансового мира»?

Первоначально Амстердамская биржа была местом активной торговли акциями Голландской Ост-Индской компании

ВСЕ ДОРОГИ ВЕДУТ НА БИРЖУ

В 1585 году в ходе войны Испании против Нидерландов Антверпен был взят штурмом, разграблен и разорен взбунтовавшимися из-за неуплаты жалования испанскими солдатами и утратил свою роль крупнейшего океанского торгового порта, европейского финансового и торгового центра, которая перешла к Амстердаму во многом благодаря миграции «человеческого капитала». Именно сюда и частично в Лондон переместились банкиры и купцы, работавшие в Антверпене, унеся с собой капиталы, знания и технологии финансовых и долговых рынков, опыт океанской глобальной торговли.

В Амстердаме биржа существовала формально с 1561 года в форме ежедневных собраний купцов и торговцев векселями на площадях и в кофейнях, но регулярные биржевые торги начались лишь в 1592 году. В 1611 году было построено и особое здание для биржи практически одновременно с созданием Амстердамского банка и основанием Голландской Ост-Индской компании. Эти три института играли ключевую роль в становлении торгового и финансового могущества зарождавшейся страны и превращении Амстердама в глобальный торговый и финансовый центр того времени. Первоначально Амстердамская биржа была местом активной торговли акциями Голландской Ост-Индской компании, в ходе которой на протяжении

последующих десятилетий были отработаны практически все методы и инструменты современной биржевой торговли, используемые и сейчас. Можно сказать, что она стала первой современной фондовой биржей в истории.

ВПЕРЕД, ЗА ПРЯНОСТЯМИ!

В 1602 году правительство Голландской Республики официально зарегистрировало устав Голландской Ост-Индской компании (ОИК), задачей которой было развитие океанской морской торговли с Азией и колониальная экспансия. Предусматривалось, что компания просуществует 10 лет и будет ликвидирована по примеру других морских торговых компаний. Подписка на акции в течение 1603–1605 годов завершилась большим успехом. Только в Амстердаме 1143 инвестора подписались на акции в объеме 3 679 915 голландских гульденов. Устав разрешал свободную торговлю акциями и устанавливал простую процедуру перехода прав собственности: совместный визит продавца и покупателя с нотариально заверенным договором в Дом Ост-Индской компании, где после одобрения двумя директорами бухгалтер вносил в регистр акций их перевод со счета продавца на счет покупателя. Вторичная торговля акциями началась немедленно после завершения подписки, но всерьез развернулась значительно позже, после того как через 10 лет существование ОИК было продлено, и в итоге она работала почти 200 лет. Акционерный капитал ОИК стал фиксированным.

ЗАКОН ЕСТЬ ЗАКОН, И КОНТРАКТЫ ДОЛЖНЫ СОБЛЮДАТЬСЯ

Вскоре сложился прочный механизм юридического обеспечения исполнения сделок, формальный и неформальный, придававший участникам рынка уверенность, возник институт биржевых посредников, объединенных в торговые клубы, обеспечивающие неформальный надзор за соблюдением правил вторичной торговли акциями, регулярные биржевые обороты давали ежедневную котировку цены акций, что поощряло торговлю и увеличивало мобильность капитала, снижая издержки участников рынка. Сделки заверялись нотариально, рассмотрение споров обеспечивал Суд Голландии. Дополнительно неформальный надзор и механизм обеспечения исполнимости сделок были необходимы, поскольку вне официального судопроизводства оставались короткие продажи и ряд сделок с деривативами на акции. В 1630-х годах стихийно возник институт маркетмейкеров. Между 1626-м и 1642 годами первыми крупнейшими маркетмейкерами были братья Кристофель и Ян Рафоен. В 1641 году они продали акций ОИК номиналом на 79 000 гульденов (24 сделки) и купили на 83 991 гульден (31 сделка). Следует учесть, что рыночная цена на акции в этот год была в 4–5 раз выше номинала. Тогда же сформировался институт биржевых брокеров, работавших за комиссию.

ФИНАНСОВАЯ РЕВОЛЮЦИЯ НА МАРШЕ: В БОЙ ИДУТ ДЕРИВАТИВЫ

Торговля деривативами на акции ОИК началась на Амстердамской бирже уже в 1607 году. В отдельных сделках стали применяться форварды, опционы и репо на акции в качестве базового актива, что позволяло инвесторам и биржевым посредникам проводить сделки без необходимости полной оплаты стоимости акций. Особой популярностью пользовались форвардные контракты с обязательством купить акции по определенной цене в определенную дату в будущем. Форварды пришли в Амстердам с рынка зерна в Антверпене вместе с переселенцами, только зерно в контрактах заменялось определенным количеством акций ОИК, продававшихся лотами по 3000 голландских гульденов. К середине столетия рынок форвардов стал важнейшим на бирже и несколько крупных биржевых джобберов совершали большие обороты с форвардами на акции ОИК без перевода титула собственности в регистре компании. Большой вклад в повышение ликвидности рынка внесло переселение общины португальских евреев-сефардов в 1640-е годы из Португалии и Антверпена в Амстердам. Они принесли с собой крупные капиталы, большой опыт работы на товарных и биржевых рынках, создали на Амстердамской бирже свои торговые клубы, снижавшие репутационные риски и обеспечивавшие неформальный надзор за соблюдением сделок. Именно они составили слой крупных краткосрочных спекулянтов и торговцев риском. Во второй половине XVII века на бирже Амстердама стал активно применяться широкий круг производных финансовых инструментов, используемых и сейчас для управления рисками. Форварды, фьючерсы на акции ОИК, сделки репо и кредитование под залог акций, опционы давали возможность инвесторам и спекулянтам проводить операции с минимумом собственных средств и не вступая в непосредственное владение акциями,

Появился класс инвесторов, которые специализировались только на торговле риском, не вступая в прямое владение акциями

применять стратегии управления риском путем использования нескольких деривативов одновременно. Появился класс инвесторов, которые специализировались только на торговле риском, не вступая в прямое владение акциями.

УПРАВЛЕНИЕ РИСКОМ В XVII ВЕКЕ. НЕТ НИЧЕГО НОВОГО НА БИРЖЕ?

С середины XVII века рынок деривативов Амстердамской биржи обеспечивал возможность проведения достаточно сложных сделок по хеджированию рисков контрагента и риска падения стоимости портфеля акций ОИК. Спрос на деривативы стал особенно велик с введением крупного лота акций ОИК номиналом в 3000 гульденов или кратного ему, а чаще проводились минимальные спотовые сделки номиналом в 12 000 гульденов. Поскольку рыночная цена в несколько раз превышала номинал, для проведения спотовых сделок непосредственно с акциями потребовались очень крупные суммы денег, и сделки с деривативами стали все больше заменять спотовые сделки купли-продажи акций. Торговля акциями все больше заменялась торговлей риском, и Амстердамская биржа превращалась в развитый финансовый рынок.

РИСК КОНТРАГЕНТА

Риски непоставки акций или неплатежа, внезапного банкротства контрагента хеджировались деривативами, позволявшими избежать официального перевода собственности на базовый актив (акции ОИК) и не платить его полной стоимости. Участники сделки с деривативами напрямую оговаривали возможность денежных расчетов путем выплаты одной из сторон только разницы между ценой, оговоренной в деривативном контракте, и рыночной ценой на акции. Этот метод расчетов использовался в форвардных контрактах уже в первое десятилетие существования Амстердамской биржи и торговли акциями ОИК. Вскоре форвардные сделки и расчеты по ним усложнились и стали вовлекать уже не двоих контрагентов, а значительное число спекулянтов, имевших идентичные форвардные контракты, где совпадали базовый актив и дата расчетов. Если трейдер X купил форвард у трейдера Y, а трейдер Y приобрел аналогичный форвард у трейдера Z, то эти контракты могли завершиться прямыми расчетами между X и Z. Такие сделки были наиболее эффективны между членами одного и того же клуба трейдеров. Расчеты по форвардам внутри цепочки трейдеров происходили на регулярных собраниях клубов с одновременным заключением новых форвардов, приуроченных к дате следующего собрания. Снижались риск контрагента и транзакционные издержки, хотя риск отказа одного из контрагентов от сделки существовал. Судебная система Голландии не признавала законными сделки короткой продажи акций и не обеспечивала судебной защиты по ним. В таких случаях оставался только неформальный механизм контроля через торговый клуб, исключение из которого означало «запрет на профессию».

Для других рискованных ситуаций использовался еще один дериватив — контракт на сделку репо с акциями ОИК. Это работало в Амстердаме следующим образом: трейдер X намеревается купить акцию номиналом в 3000 гульденов. На рынке это будет стоить ему 15 000 гульденов, но у него их нет. Он может потратить только 3000 гульденов. В таком случае он предлагает сделку репо трейдеру Y, который является крупным кредитором. Под залог акции ОИК он предоставит X заем в 12 000 гульденов и купит у него акцию сроком на год. Через год X должен выкупить акцию у Y, заплатив ему 12 480 гульденов и погасить заем под 4 % годовых. Соглашения репо значительно облегчали ситуацию трейдера-кредитора в случае дефолта трейдера-заемщика. Кредитор владел заложенной акцией и мог продать ее на рынке немедленно. Риск кредитора был связан только с возможностью падения цены на акции ОИК ниже цены обратного выкупа. Такие сделки были удобны покупателям форвардов на акции в случае, если они не могли найти продавца и должны были бы заплатить полную цену акции. Тогда выходом было заключение репо под залог акций и использование займа для оплаты. Аналогично поступали и продавцы форвардов. На Амстердамской бирже действовало большое количество инвесторов и трейдеров, обладавших достаточными капиталами, чтобы регулярно кредитовать участников рынка форвардов и зарабатывать на процентах по займам. Так, 11 августа 1681 года Райнер Лефтинг заключил репо с Йозефом Дойцем. Он занял под залог акции номиналом в 3000 гульденов 10 000 гульденов на три месяца под 3 % годовых. Лефтинг купил акцию у Вилема Керкринка и три месяца спустя продал ее Мартинусу Алевийну. Акция напрямую была переведена от Керкринка Дойцу и потом от Дойца Алевийну. Лефтинг никогда юридически не владел акцией. Лефтинг заплатил Керкринку, получил деньги от Алевийна и расплатился

Расчеты по форвардам внутри цепочки трейдеров происходили на регулярных собраниях клубов с одновременным заключением новых форвардов, приуроченных к дате следующего собрания

с процентами с Дойцем, воспользовавшись его ликвидностью, чтобы закрыть гэп в три месяца по своим сделкам, получив прибыль от роста цены на акции. Сделки репо давали возможность применения финансового рычага и активно использовались для приобретения новых пакетов акций и строительства «пирамидальных портфелей».

ПОРТФЕЛЬНЫЙ РИСК

Управление портфельным риском в XVII веке также велось через активное использование деривативов. Активно использовались деривативные товарные сделки с перцем для хеджирования риска колебаний курса акций ОИК. Поскольку пряности были основным товаром, поставлявшимся ее кораблями, цены на перец находились в обратной зависимости от биржевых цен на акции. Больше пряностей доставлялось — ниже была цена на них с одновременным ростом курса акций и наоборот. Времена были бурные, Голландия постоянно воевала, корабли топились или захватывались. Поэтому многие богатые трейдеры приобретали перец и другие пряности в период низких цен на них и складировали до момента, когда часть торгового флота ОИК с грузом не дойдет по тем или иным причинам до Голландии и цены на пряности резко вырастут с одновременным падением курса акций. Так поступил Иеронимус Велтерс осенью 1676 года, купив по низкой цене перец для себя и партнера Пьера Макаре. Перец был немедленно заложен в обеспечение займа под 4.5 % годовых, который был использован для операций с акциями и векселями на бирже.

Для хеджирования портфельного риска акций ОИК активно использовались в различных комбинациях сделки с форвардами и опционами. Стандартно использовались форвардные короткие продажи одновременно с занятием длинной позиции в акциях ОИК. Комбинация длинной и короткой позиции фиксирует прибыль или потери портфеля акций, и голландские трейдеры активно пользовались этим приемом. Сделки внутри торговых клубов трейдеров Джекоба Атиаса и Мануэля Леви Дуарте в течение 1680-х годов показывают, что они торговали очень большим количеством форвардов, но при этом их нетто-позиция на рынке была близка к нулю через открытие коротких продаж. Такая стратегия лимитировала прибыль или потери по портфелю разницей между средними ценами по длинной и короткой позициям.

Использование опционов «пут» и «колл» открывало более сложные возможности для хеджирования портфельного риска. Особенно удобной была возможность рассчитаться по опциону путем уплаты премии без физической поставки акций. Опционы давали страховку на случай неблагоприятных движений цены и одновременно использовались в спекулятивных целях. Трейдер, делавший ставку на повышение цены, мог занять длинную позицию по акциям, но вместо этого он мог купить опцион «колл» или продать опцион «пут». Таким образом, он мог с небольшими суммами денег получать прибыль от движения цен. Трейдер, делавший ставку на понижение цен, мог занять короткую позицию, продать опцион «колл» или купить опцион «пут». Анализ сделок показывает, что на Амстердамской бирже XVII века рынок опционов контролировался именно спекулянтами. Луис Трип купил два опциона «колл» на акции ОИК номинальной стоимостью 42 000 гульденов 16 января 1660 года. Цена страйк была 400 %, и они истекали 16 апреля 1660 года. Одновременно у него была длинная позиция по акциям номиналом в 53 000 гульденов. Такая стратегия показывает, что Трип сделал очень большие ставки на рост акций. Трейдер Йозеф Дойц 12 мая 1675 года имел длинную позицию номиналом в 36 000 гульденов и купил 5 опционов «колл», увеличив свою длинную позицию еще на 15 000 гульденов. Опционы истекали 1 мая с ценой страйк в 450 %, в то время как цена спот на акции в момент покупки опционов была 447 %. Он также делал ставку на рост цен в ближайшие несколько месяцев. Дойц также использовал опционы для стратегий хеджирования. 4 мая 1678 года он выписал покрытый опцион «колл» на акции ОИК номиналом в 3000 гульденов с ценой страйк в 340 % с датой исполнения 1 августа. Он получил премию в 360 гульденов за опцион. Одновременно он имел длинную позицию номиналом в 8090 гульденов с ценой спота в 319 %. Такая комбинация длинной позиции и продажа опциона «колл» вне денег («покрытый колл») позволила Дойцу захеджировать часть портфеля от краткосрочных колебаний цены акций. Он получил премию за опцион и возможность прибыли от роста цены на акции до уровня цены страйк. В случае падения цен по длинной позиции он получал частичную компенсацию за счет премии. Дойц использовал еще один тип хеджирования в мае-июне 1680 года, когда имел длинную позицию в акциях ОИК номиналом в 15 000 гульденов. 8 мая он купил опцион «колл» на акции ОИК в качестве базового актива номиналом в 12 000 гульденов с ценой страйк в 430 % исполнением 1 августа и заплатил премию в 840 гульденов. 6 июня он купил опцион «пут» на акции номиналом в 18 000 гульденов с ценой страйк в 415 % также исполнением 1 августа, заплатив премию в 495 гульденов. В комбинации эти два опциона сформировали стратегию хеджирования, известную как стрэддл. Дойц, очевидно, ожидал сильный сдвиг в цене акций, но не был уверен в его направлении. Он застраховал свой портфель от резкого снижения цены, одновременно сохранив возможность получения прибыли в случае продолжения ее роста. Стрэддлы широко использовались голландскими трейдерами, которые не желали подвергаться излишнему риску снижения цен, имея длинные позиции в расчете на их повышение. Активные трейдеры уже торговали непосредственно риском и зарабатывали на хеджировании с помощью деривативов. Джозеф Франсис продал стрэддл Рафаэлю Дуарте и получил 1200 гульденов, через месяц он получил еще 3285 гульденов за два стрэддла и опцион «пут». Таким образом, многие известные сейчас способы хеджирования риска уже активно использовались на Амстердамской бирже во второй половине XVII века. Практически это был уже современный фондовый рынок.

Источники:

Бааш Э. История экономического развития Голландии в XVI–XVIII веках. М., 1949. С. 216–217.

Braudel F. Civilization & Capitalism 15th-18th Century. Volume 3. The Perspective of the World. London, 2002. P. 243–248.

Galbraith J.K. A Short History of Financial Euphoria. NY, 1994, p. 19.

Petram L. The World's First Stock Exchange. How the Amsterdam Market for Dutch East India Company Became a Modern Securities Market, 1602–1700. University of Amsterdam, 2011. P. 2–145.