

И. А. Дарушин



# ФИНАНСОВЫЙ ИНЖИНИРИНГ

## ИНСТРУМЕНТЫ И ТЕХНОЛОГИИ

МОНОГРАФИЯ

*Научный редактор*  
доктор экономических наук,  
профессор  
**Н. С. Воронова**



Иван Дарушин

**Финансовый инжиниринг:  
инструменты и  
технологии. Монография**

«Проспект»

**Дарушин И. А.**

Финансовый инжиниринг: инструменты и технологии. Монография  
/ И. А. Дарушин — «Проспект»,

ISBN 978-5-39-217793-6

Монография посвящена вопросам развития инструментальной и технологической составляющих современных финансовых рынков, принципам появления, распространения и использования долевого и долгового инноваций, новых типов деривативов, гибридных и структурированных продуктов, а также способам секьюритизации финансовых активов. В исследовании учтен опыт развитых финансовых рынков, а также российская практика функционирования фондовых бирж. Значительное место в монографии занимают дискуссионные суждения и предложения автора по развитию инструментария финансового конструирования. Законодательство приведено по состоянию на июнь 2014 г. Для студентов, аспирантов и преподавателей экономических специальностей вузов, а также специалистов в области финансового инжиниринга.

ISBN 978-5-39-217793-6

© Дарушин И. А.  
© Проспект

# Содержание

Информация о книге	6
Введение	7
Глава 1. Эволюция базовых инструментов финансового конструирования	10
1.1. Долевые инструменты	10
1.2. Долговые инструменты	16
1.3. Финансовые деривативы	21
Конец ознакомительного фрагмента.	26

# **Финансовый инжиниринг: инструменты и технологии**

**И. А. Дарушин**

*Монография*

**Научный редактор**

**доктор экономических наук, профессор**

**Н. С. Воронова**



**[битая ссылка] [ebooks@prospekt.org](mailto:ebooks@prospekt.org)**

## Информация о книге

УДК 336:005(075.8)

ББК 65.261я73

Д20

**Научный редактор:**

д-р экон. наук, проф. **Н. С. Воронова.**

**Рецензенты:**

д-р экон. наук, проф. **В. А. Лялин** (СПбГУ);

д-р физ.-мат. наук, проф. **С. А. Вавилов** (СПбГУ);

д-р экон. наук, проф. **В. А. Черненко** (СПбГЭУ).

**Дарушин И.А.**

Монография посвящена вопросам развития инструментальной и технологической составляющих современных финансовых рынков, принципам появления, распространения и использования долевых и долговых инноваций, новых типов деривативов, гибридных и структурированных продуктов, а также способам секьюритизации финансовых активов.

В исследовании учтен опыт развитых финансовых рынков, а также российская практика функционирования фондовых бирж. Значительное место в монографии занимают дискуссионные суждения и предложения автора по развитию инструментария финансового конструирования.

Законодательство приведено по состоянию на июнь 2014 г.

Для студентов, аспирантов и преподавателей экономических специальностей вузов, а также специалистов в области финансового инжиниринга.

УДК 336:005(075.8)

ББК 65.261я73

© Дарушин И. А., 2015

© ООО "Проспект", 2015

## Введение

В своей статье, посвященной анализу эволюции рынка облигаций в США, один из ведущих практиков и исследователей в сфере ценных бумаг Сидни Хомер отмечает, что с начала его карьеры на Уолл-стрит в середине 1920-х гг. и до 1975 г. (год публикации статьи) инструментальное наполнение фондового рынка практически не изменилось. Эволюция происходила в основном в области роста объемов торгов, развития инфраструктуры и законодательного регулирования. При этом для инвестирования использовались те же традиционные ценные бумаги, что и в начале XX в.<sup>1</sup>

Ситуация кардинальным образом изменилась за последние два-три десятилетия. На фондовом рынке в массовом порядке начинают использоваться инструменты с модифицированными характеристиками, новые типы финансовых продуктов и технологий. Их количества измеряются сотнями, если не тысячами, а качественные изменения позволяют эмитентам и инвесторам формировать стратегии поведения с практически неограниченным числом вариаций и результатов. Следствием развития практических подходов к созданию новых финансовых инструментов и стратегий стало выделение в финансовой науке нового направления, исследующего эти вопросы, – финансового инжиниринга.

Введение в практику термина «финансовый инженер» относится к середине 1980-х гг. Оно связано с появлением в лондонских банках специалистов и отделов по управлению рисками. Такие отделы объединяли экспертов, основной задачей которых была разработка новых финансовых решений для корпораций, подвергающихся риску<sup>2</sup>. Результатом работы финансовых инженеров стали различные комбинации известных методов финансов, позволявшие достигнуть желаемого результата. В некоторых случаях предлагаемые решения представляли собой новые вариации на тему классических финансовых сделок, инструментов и схем их использования. Однако поистине революционным результатом их работы стали принципиально новые продукты, со свойствами, недостижимыми при использовании традиционных подходов. Примерами таких качественных инноваций могут служить первый своп, первые инструменты, обеспеченные финансовыми активами, первая облигация с нулевым купоном.

Некоторые результаты финансового инжиниринга являются предметом индивидуального, внерыночного использования, и предназначены для решения проблем отдельного клиента. Наиболее удачные инновации становятся объектом розничного оборота, находя широкое применение в инвестиционных и финансовых стратегиях множества участников рынка. В результате сфера применения финансового инжиниринга становится общедоступной, а его результаты становятся предметом внимания не только практиков, но и объектом нормативного регулирования.

Зародившись в практической области, с конца 1980-х гг. финансовый инжиниринг становится предметом глубокого научного исследования. В печати появляются многообразные публикации, посвященные как вопросам применения новых финансовых решений, так и сущности нового направления в экономической науке. Результатом этого становится подготовка и выпуск ведущими западными университетами специалистов по финансовому инжинирингу. К середине 1990-х гг. он выделяется в самостоятельное научное и практическое направление в финансах.

В западной и отечественной литературе можно встретить различные подходы к понятию финансового инжиниринга, однако, наиболее полное его толкование было обосновано Дж. Финнерти еще в 1988 г.: «Финансовый инжиниринг – проектирование, разработка и реализация инновационных финансовых инструментов и процессов, а также творческий поиск новых подходов к решению проблем в области финансов»<sup>3</sup>. Ключевым моментом в этом определении

нии является слово «инновационный». Результатом финансового инжиниринга всегда является нововведение, позволяющее достичь невозможных ранее результатов.

В целом такие решения могут основываться на финансовых продуктах или на финансовых технологиях. В первом случае инновация касается появления новых типов финансовых инструментов, либо внедрения в имеющиеся новые качества и характеристик. Инжиниринговые решения второго типа связаны с поведением участников, стратегиями получения прибыли или управления рисками.

Исследованию тенденций развития идей финансового инжиниринга в рамках двух основных направлений его применения и посвящена эта книга. Исходя из логики от простого к сложному, в ней раскрыты особенности базовых финансовых инструментов, выявлены тенденции их развития, показано, на каких идеях происходит появление и внедрение в практику финансовых инноваций.

Исходя из того, что базой финансового конструирования всегда выступают традиционные или классические финансовые инструменты, к которым мы отнесли облигации, акции, паи и основные деривативы, свое исследование мы начали с изучения их природы и эволюции. Понимая, что развитие того или иного сегмента рынка ценных бумаг основано на его нормативно-правовом регулировании, а также на сложившейся финансовой практике применения отдельных инструментов, основной задачей, решаемой в первой главе книги, мы видели выявление особенностей их использования в российских условиях. Однако с учетом того, что свойства базовых инструментов определяют возможности финансового инженера по дальнейшему конструированию, определенная часть главы посвящена описанию их основных свойств и характеристик.

Вторая глава посвящена исследованию существующих подходов к оценке результативности финансовых решений и их применимости к отдельным типам финансовых инструментов. Принимая за основные показатели стоимость, доходность и риск, своей задачей мы видели выявление допущений и недостатков наиболее распространенных методов их оценки. Отметим, что на данном этапе мы не ставили перед собой цели предложить какие-либо новые подходы к анализу инвестиционных характеристик финансовых инструментов, вместе с тем нам удалось ввести и обосновать возможность использования нового показателя риска реинвестирования – дополняющую дюрацию, которой посвящен последний пункт второй главы.

В третьей и четвертой главах монографии мы концентрируемся на инновациях, основанных на базовых инструментах. В разрезе их видов раскрываются особенности нововведений, связанных с изменениями в конструкции самого инструмента, а также многочисленных продуктов, предполагающих их комбинации. Исходя из предположения о том, что продукт финансового инжиниринга должен обладать улучшенными характеристиками по сравнению с традиционным, мы концентрируемся на вопросе воздействия конструктивных изменений на риски, доходность и стоимость инструмента.

Последние две главы монографии посвящены исследованию одной из наиболее распространенных финансовых технологий инновационной природы – секьюритизации финансовых активов. Исходя из характеристик ипотеки, как основной и наиболее распространенной базы секьюритизации, показано, каким образом происходит появление и внедрение в практику новых процессов и инструментов. В отдельных пунктах описаны продукты и технологии передачи кредитного риска и инновации, на них основанные.

Отметим, что представленный в монографии перечень инновационных финансовых инструментов и технологий ни в коей мере не претендует на абсолютную полноту. Более того, описать все существующие продукты финансового инжиниринга, с нашей точки зрения, в принципе невозможно, в силу их огромного разнообразия. Нашей главной задачей мы видели выявление основных тенденций развития инструментальной и технологической базы финан-



сового конструирования, обоснование применимости в финансовой практике новых продуктов и процессов.

Следует понимать, что финансовый инжиниринг является продуктом естественной эволюции теоретических и практических подходов, применяемых на развитых финансовых рынках. Российская экономика, в силу своей многолетней изоляции от этих процессов, не в полной мере готова к полномасштабному применению финансовых инноваций. Однако по объективным причинам она не сможет обойтись без их широкого использования в будущем. Поэтому еще одной задачей монографии является устранение явного дефицита отечественных исследований в данной области, без которых развитие национального финансового рынка будет затруднено.

Завершая введение, автор выражает благодарности:

- уважаемым рецензентам – д-ру экон. наук, проф. кафедры теории кредита и финансового менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета Владимиру Алексеевичу Лялину, д-ру физ.-мат. наук, проф. кафедры экономической кибернетики Санкт-Петербургского государственного университета Сергею Анатольевичу Вавилову, д-ру экон. наук, проф., заведующему кафедрой корпоративных финансов и оценки бизнеса Санкт-Петербургского государственного экономического университета Владимиру Анатольевичу Черненко – за полезные рекомендации;

- научному консультанту и руководителю, д-ру экон. наук, проф. кафедры теории кредита и финансового менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета Наталье Степановне Вороновой, а также д-ру экон. наук, проф., заведующему кафедрой теории кредита и финансового менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета Виктору Владимировичу Иванову за незаменимые советы, полученные как при подготовке монографии, так и в ходе всей научной работы автора;

- учителю русского языка и литературы Аничкова лицея Санкт-Петербурга Нине Валерьевне Гущиной за помощь в подготовке текста книги и в ее стилистическом оформлении;

- своей матери Лидии Николаевне Краевой за терпение и побуждение к достижению поставленных научных целей.

# Глава 1. Эволюция базовых инструментов финансового конструирования

## 1.1. Долевые инструменты

Необходимость решения специфических задач, стоящих перед финансовыми службами хозяйствующих субъектов, а также невозможность достижения требуемых результатов традиционными способами, создает предпосылки для применения инновационных финансовых инструментов и технологий. Вместе с тем возможности финансового инжиниринга целиком и полностью определяются уровнем развития базовых инструментов, которые традиционно разделяют на долевые, долговые и производные. Соответственно, в разрезе данных типов финансовых инструментов необходимо проанализировать их основные характеристики, а также выявить особенности их использования на современном этапе.

Первой по времени возникновения из современных ценных бумаг, а также с точки зрения влияния на развитие финансовых рынков стала акция, являющаяся наиболее распространенной долевой ценной бумагой. Следует отметить, что акция сама по себе играет очень ограниченную роль в финансовом конструировании. Это связано с тем, что акции, как и отношения, с ними связанные, являются очень сильно зарегулированными, т. к. затрагивают отношения собственности. Однако именно по уровню развития рынка акций судят об уровне развития финансового рынка и о его основных тенденциях.

С точки зрения современного российского законодательства *акция* – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации<sup>4</sup>. В настоящее время акции являются именными ценными бумагами, хотя первоначально предусматривался выпуск акций и на предъявителя. Акции являются системообразующим элементом акционерного общества, т. к. за счет их выпуска происходит формирование уставного капитала.

С юридической точки зрения акция является формой, закрепляющей участие владельца в акционерном обществе. Обладая, как и прочие ценные бумаги, свойством обращаемости, она позволяет участникам общества регулировать отношения собственности путем купли-продажи, что не требует изменения учредительных документов и, следовательно, происходит проще, чем в предприятиях других организационно-правовых форм. Вместе с тем следует понимать, что акция не дает владельцам прав на имущество общества до его ликвидации.

Владельцы акции рассчитывают на получение дохода, связанного с деятельностью акционерного общества. В случае наличия у общества прибыли, акционеры получают ее часть в форме дивиденда (процентный доход). Кроме того, если деятельность общества успешна, то стоимость акций возрастает, что приносит их владельцам капитальный доход. При ликвидации общества акционеры также могут рассчитывать на часть стоимости его имущества (ликвидационная стоимость). Наличие вторичного рынка акций дает владельцам дополнительные возможности по получению спекулятивного дохода.

Следует отметить, что в научной и практической литературе существует в настоящее время некоторая дискуссия, касающаяся того, можно ли считать акцию финансовым инструментом<sup>5</sup>. Являясь ценной бумагой, акция подпадает под определение финансового инструмента в соответствии с законом «О рынке ценных бумаг»; вместе с тем следует понимать, что терминология, закрепленная в данном законе, действует только в части отношений, которые им регулируются. С учетом отсутствия в российском гражданском праве общего определения

финансовых инструментов нельзя однозначно утверждать, что акцию можно отнести к этой экономической категории.

В некоторых других законодательных юрисдикциях акция не рассматривается как финансовый инструмент. Так, напр., в соответствии с Международными стандартами бухгалтерского учета, долевые инструменты компаний являются формой финансового актива и не относятся к финансовым инструментам<sup>6</sup>. Действительно, если подходить к финансовому инструменту как к сделке, в результате которой у одной из сторон возникает финансовый актив, а у противоположной – финансовое обязательство, то для акции эти условия не выполняются. И в самом деле, если право на получение дивиденда с некоторой долей условности можно рассматривать как финансовый актив, находящийся у ее владельца, то финансовые обязательства у эмитента отсутствуют. Его обязанность выплачивать дивиденды поставлена в зависимость от наличия у общества прибыли, а также от решения самих акционеров о ее распределении. Право же владельца акции на часть имущества, остающегося после ликвидации общества, также не может считаться финансовым обязательством эмитента, т. к. возникает уже после окончания его деятельности. Таким образом, акция, с этой точки зрения, не является финансовым инструментом. Однако необходимо отметить, что это важно только с точки зрения тех отношений, которые регулируются МСФО, т. е. при осуществлении бухгалтерского учета.

Остановимся на истории развития и эволюции инструмента. Прототипом современных акций стали римские *particulae* (части мелких собственников в обществах публикантов), торговля которыми проводилась на Форуме, недалеко от храма Кастора<sup>7</sup>. Однако с закатом Римской империи, начавшимся в III в., экономическая активность в Европе начала снижаться, в том числе это касалось и торговли ценными бумагами. Первыми регулярно торгуемыми акциями нового времени стали акции Голландской Ост-Индской компании, которая была основана в 1602 г.<sup>8</sup> Для привлечения капитала от множества инвесторов, а также для организации регулярной торговли собственными ценными бумагами эта компания основала в том же году Амстердамскую фондовую биржу<sup>9</sup>, ставшую на длительные годы одним из мировых финансовых центров. Так, в 1720 г. на бирже торговались акции уже 34 акционерных обществ<sup>10</sup>.

Отметим, что Голландская Ост-Индская компания не является первым из известных в настоящее время акционерных обществ нового времени. На два года раньше нее была основана Английская (с 1707 г. Британская) Ост-Индская компания, основанная по указу Елизаветы I 31 декабря 1600 г.<sup>11</sup> Именно она считается первым акционерным обществом нового времени, хотя компании аналогичной организационной формы возникали в Европе и ранее. Так, в 1250 г. было основано *Société des Moulins du Bazacle* (Мельничная компания Базакля), располагавшееся в Тулузе (Франция) и выпустившее 96 акций, стоимость которых и выплаты владельцам зависели от количества мельниц, находящихся в собственности общества, а также от результатов его работы<sup>12</sup>. Позже акции компании стали предметом биржевой торговли. Компания просуществовала 696 лет, до 1946 г.<sup>13</sup>, когда была национализирована, и стала, по всей видимости, акционерным обществом с самой длительной историей.

В XVII в. акционерные общества появились практически во всех европейских странах<sup>14</sup>. В Российской империи первые акционерные общества появились несколько позже, в XVIII в., однако их значение было невелико. Активное развитие рынка акций происходит ближе к середине XIX в., что связывают с широким развитием акционирования как формы финансирования строительства железных дорог<sup>15</sup>. Максимальных объемов рынок акций в дореволюционной России достиг к началу XX в., когда в стране функционировало более 100 бирж, в торгах на которых преобладали акции коммерческих банков и облигации частных железнодорожных компаний<sup>16</sup>.

Первые аналоги акций в современной России возникли в 1988 г., когда предприятия получили возможность выпускать акции трудового коллектива для работников и акции предприятия для юридических лиц<sup>17</sup>. Однако дивиденды по ним выплачивались не из прибыли, а из фондов материального поощрения и развития производства, следовательно, считать эти ценные бумаги акциями можно только условно.

В конце 1990 г. в России появляется нормативно-правовая база, позволяющая создавать новые акционерные общества<sup>18</sup>. С 1991 г. в этой организационно-правовой форме начинают создаваться новые предприятия, банки, биржи и брокерские компании. И хотя их фондовая активность в основном сводилась к первичной эмиссии тем не менее этот период можно считать началом возрождения отечественного рынка акций.

Большим импульсом к развитию отечественного рынка акций в последующие годы стала реализация в России программы «широкой приватизации», начавшаяся в 1993 г.. В результате нее к середине 1995 г. было приватизировано более 118 тысяч государственных предприятий, из которых более 25 тысяч были преобразованы в акционерные общества открытого типа<sup>19</sup>.

В настоящее время рынок акций в России в основном обслуживается Московской биржей, которая была создана в декабре 2011 г. в результате слияния двух крупнейших на тот момент площадок, ММВБ и РТС. По информации биржи, она входит в двадцатку крупнейших торговых площадок мира по суммарной капитализации торгуемых акций, к обращению на ней допущены ценные бумаги более чем 700 эмитентов<sup>20</sup>. Вместе с тем в целом нельзя утверждать, что фондовый рынок в России демонстрирует параметры, сопоставимые с размером экономики. При существовании в стране более 50 тысяч открытых акционерных обществ, на фондовых биржах торгуются акции порядка 300 компаний, а в котировальные листы А1, А2, Б и В входит только около 100 из них. Остальные котируемые акции относятся к категории внесписочных, объемы торгов по ним незначительны и проходят нерегулярно<sup>21</sup>.

В целом организованный рынок акций характеризуется недостаточной емкостью и сверхвысокой концентрацией. Основная часть торгов и капитализации приходится на незначительное количество эмитентов. В 2011 г. на 5% наиболее капитализированных 16 компаний на ММВБ (13 на РТС) приходилось 98,6% (99,8%) объема торгов и 72,4% (68,4%) капитализации<sup>22</sup>.

По рейтинговой оценке Мирового экономического форума, российский рынок долевых инструментов находился по уровню развития в 2011 г. на 30-м месте из 62 (по числу стран, по которым проводится исследование) и на 24-м в 2012 г.<sup>23</sup> Российский фондовый рынок является крупнейшим на постсоветском пространстве и в Восточной Европе. Однако по уровню финансовой глубины и по некоторым институциональным и инфраструктурным характеристикам уступает не только развитым, но и некоторым формирующимся рынкам (Бразилии, Чехии, Венгрии, Малайзии, Мексике, Польше, Южной Африке, Тайваню, Таиланду, Турции)<sup>24</sup>. Динамика важнейших количественных показателей российского рынка акций приведена в табл. 1.1.

*Таблица 1.1*

**Динамика ключевых показателей российского рынка акций, 2009–2012 гг.**<sup>25</sup>  
79,30

№	Название показателя	2009	2010	2011
1	Оборачиваемость рынка акций	58,7	51,8	53,8
	<i>Лучшее значение</i>	<i>267,7</i> <i>Великобритания</i>	<i>348,2</i> <i>Италия</i>	<i>570,0</i> <i>Италия</i>
2	Отношение рыночной капитализации акций к ВВП	99,6	124,6	150,0
	<i>Лучшее значение</i>	<i>500,5</i> <i>Гонконг</i>	<i>603,5</i> <i>Гонконг</i>	<i>740,0</i> <i>Гонконг</i>
3	Отношение стоимости торгуемых акций к ВВП	58,4	66,4	75,0
	<i>Лучшее значение</i>	<i>443,6</i> <i>Гонконг</i>	<i>541,2</i> <i>Швейцария</i>	<i>670,0</i> <i>Швейцария</i>
4	Количество листинговых компаний на 10 тыс. чел.	0,02	0,02	0,02
	<i>Лучшее значение</i>	<i>1,5</i> <i>Гонконг</i>	<i>1,3</i> <i>Гонконг</i>	<i>1,0</i> <i>Канада</i>

Как видно из табл. 1.1, российский фондовый рынок демонстрирует существенно более низкие финансовые показатели, чем рынки-лидеры. Причем в период с 2009 по 2012 г. динамика финансовой глубины рынка акций отрицательна. Оборачиваемость рынка акций повысилась, однако относительное число листинговых компаний стабильно.

Еще одним видом инструментов долевого характера, распространенных на финансовом рынке, являются паи инвестиционных фондов. Наибольшее распространение фонды коллективных инвестиций получили в США, где их участниками является значительная доля населения. Считается, что первый инвестиционный фонд возник в Нидерландах в 1774 г.<sup>26</sup> За пределами Нидерландов первый фонд появился в Лондоне в 1868 г. (Foreign & Colonial Government Trust, с 1891 г. – The Foreign & Colonial Investment Trust), он является старейшим из действующих по настоящее время фондов коллективных инвестиций в мире<sup>27</sup>. В США первые фонды возникли в 1890-х гг., но их широкое распространение начинается с 1920-х гг.<sup>28</sup>

В США фонды коллективных инвестиций существуют в трех основных формах, определенных Законом об инвестиционных компаниях 1940 г. (Investment Company Act of 1940): *открытые взаимные фонды* (open-end mutual fund), *закрытые взаимные фонды* (closed-end fund) и *паевые инвестиционные фонды* (unit investment trust)<sup>29</sup>. Отметим, что переводы названий фондов на русский язык являются несколько условными. Первые два их типа также могут быть названы паевыми. Разница между типами фондов проявляется в правилах выпуска и обращения паев. В открытых взаимных фондах паи могут быть предъявлены к погашению в любой рабочий день, управляющая компания обязана его выкупить исходя из текущей стоимости чистых активов. Паи закрытых взаимных фондов не могут быть предъявлены к погашению, их продажа возможна только на вторичном рынке. Паевые инвестиционные фонды (unit investment trust) в США создаются на заранее определенный период времени. Владельцы паев могут предъявить их к погашению в любой момент времени, как и в открытых фондах, либо дождаться даты ликвидации. Возможна также продажа паев на вторичном рынке. Еще одной особенностью является то, что в таких фондах не используется активный инвестиционный менеджмент. Портфель фонда формируется однажды, в момент создания, и не изменяется в дальнейшем.

В европейском праве для обозначения всех видов инвестиционных фондов используется термин «*схемы коллективного инвестирования*» (collective investment scheme), введенный Правилами Организации коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги (The Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS), которые закреплены директивами Европейского Союза 2001/107/ЕС<sup>30</sup> и 2001/108/ЕС<sup>31</sup>. Данные правила обязательны для всех стран Союза и устанавливают два основных типа инвестиционных фондов: открытые и закрытые. Правила выпуска и обращения паев в них в целом соответствуют американской практике взаимных фондов. Действующие нормативы позволяют создавать фонды как с ограниченным, так и с неопределенным сроком деятельности. Управление портфелем может быть как активным, так и пассивным.

В России в настоящее время деятельность инвестиционных фондов регулируется Федеральным законом № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». В соответствии с ним коллективное инвестирование возможно в форме *акционерного инвестиционного фонда* или *паевого инвестиционного фонда*. В первом случае инвесторы участвуют в фонде путем приобретения акций, во втором – через покупку паев. *Пай инвестиционного фонда* – это именная ценная бумага, удостоверяющая долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом, право на получение денежной компенсации при прекращении паевого инвестиционного фонда<sup>32</sup>. Паевые фонды могут суще-

ствовать в одной из трех форм: открытые, закрытые, интервальные. Правила выпуска и обращения паев в фондах различного типа в целом соответствуют общемировой практике.

Таким образом, долевые ценные бумаги представляют собой рыночную (обращающуюся) форму фиксации прав на собственный капитал акционерного общества (акции) или на чистые активы инвестиционного фонда (паи). Особенности инструментов, связанные с регулированием отношений собственности, определяют их низкую способность к модификации характеристик и условий обращения. Параметры инструмента в основном зависят от типа того имущественного комплекса, доля в котором зафиксирована ценной бумагой, а также от набора прав, имеющихся у владельца. Отечественная нормативно-правовая база использования доле-вых инструментов в целом соответствует сложившейся мировой практике, при этом российский рынок демонстрирует относительно низкий уровень развития, несопоставимый с объемами экономики.

## 1.2. Долговые инструменты

Основным долговым инструментом на финансовом рынке является *облигация* – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт<sup>33</sup>.

С юридической точки зрения облигация является формой договора займа<sup>34</sup>. Как и прочие долговые ценные бумаги, она обладает свойством обращаемости, что создает для владельца (кредитора) дополнительные возможности при необходимости досрочно прекратить кредитование. В случае с облигацией это может быть осуществлено путем ее продажи.

Широкое развитие рынка облигаций объясняется их специфическими особенностями, которые могут проявляться как в процессе инвестирования, так и для привлечения финансирования.

Являясь эмиссионными ценными бумагами, облигации имеют стандартизированные параметры, понятные инвесторам, кроме того, в сравнении с другими формами инвестирования, они могут дать следующие возможности:

- инвестирования относительно небольших сумм (наиболее распространенный номинал облигаций на российском рынке составляет 1000 руб.);
- планирования будущих денежных поступлений и получения дохода с заранее известными характеристиками<sup>35</sup>;
- досрочного прекращения инвестиции, например, путем продажи облигаций на вторичном рынке;
- использования облигаций в других гражданско-правовых сделках<sup>36</sup>;
- получения налоговых преимуществ для определенных видов облигаций<sup>37</sup>;
- выбора среди широкого перечня инструментов с различными соотношениями рисков и других характеристик, важных с точки зрения конкретного инвестора;
- формирования диверсифицированного портфеля и оперативного управления его структурой;
- выбора инструмента со специфическими условиями, недоступными в других формах инвестирования, путем использования инноваций облигационной природы.

С точки зрения эмитента, использующего облигации для привлечения необходимых денежных средств, важными, с нашей точки зрения, являются следующие их особенности:

- замена стороны, определяющей принципиальные условия ссудной сделки, с кредитора (банка) на заемщика (эмитента);
- получение доступа к средствам инвесторов напрямую, минуя услуги финансовых посредников, и, как следствие, снижение стоимости обслуживания долга<sup>38</sup>;
- возможность выпуска займов без специального обеспечения;
- возможность оперативного управления структурой займов, напр., путем выкупа облигаций на вторичном рынке;
- возможность включения в конструкцию облигации дополнительных условий, позволяющих достичь специфических целей эмитента или улучшить условия размещения.

Как видно из представленных перечней, обе стороны облигационного займа имеют определенный интерес в их использовании и создают на рынке спрос и предложение.

Традиционная (классическая) облигация обладает следующими параметрами:

- 1) фиксированный срок погашения;



- 2) фиксированный номинал в национальной валюте, погашаемый в конце срока облигации;
- 3) фиксированный купон, выплачиваемый с заданной периодичностью не реже одного раза в год;
- 4) погашение номинала и выплаты купона происходят в денежной форме;
- 5) отсутствуют любого рода дополнительные условия.

Еще одной важной характеристикой облигации является наличие или отсутствие обеспечения. Возможность эмиссии облигаций без обеспечения регламентируется ст. 102 ГК РФ, в которой указано, что такой выпуск «допускается не ранее третьего года существования акционерного общества и при условии надлежащего утверждения годовых балансов общества за два завершённых финансовых года». Кроме того, из этой же статьи следует, что номинальная стоимость всех выпусков облигаций без обеспечения не может превышать величины уставного капитала акционерного общества.

Статья 27.2 Закона «О рынке ценных бумаг» дает определение облигациям с обеспечением. В качестве такового признается залог (облигации с залоговым обеспечением), поручительство, банковская гарантия, государственная или муниципальная гарантия. Предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением могут являться только ценные бумаги и недвижимое имущество<sup>39</sup>. В последнем случае исполнение обязательств по облигациям обеспечивается залогом недвижимости (ипотекой). Независимо от формы залогового обеспечения, его экономическое назначение заключается в том, что за счет средств, полученных от реализации заложенного имущества, будет происходить погашение требований владельцев облигаций. То есть залоговое обеспечение выступает источником погашения выпуска в случае, если эмитент не может осуществлять выплаты по облигациям в плановом порядке. Аналогично в случае обеспечения в форме поручительств и гарантий исполнение обязательств по облигациям происходит за счет средств поручителя (гаранта)<sup>40</sup>.

Таким образом, при наличии обеспечения именно оно служит источником исполнения обязательств эмитента, а его отсутствие означает, что облигации являются общим правом требования ко всем активам эмитента, при этом конкретный источник погашения выпуска не указывается.

Отметим, что в отечественной литературе существует определенная терминологическая путаница, связанная с обеспечением облигаций. Как будет показано в последующих главах, на современных финансовых рынках существует целый ряд финансовых инструментов, обеспеченных различными финансовыми активами, напр., ипотечные ценные бумаги, обязательства, обеспеченные облигациями и займами и другие. Общей идеей таких инструментов является то, что финансовый актив, лежащий в его основе, является источником для всех выплат по обязательству. Иными словами, как текущий доход инвесторов, так и погашение обеспечены денежными потоками, формируемыми базовым финансовым активом. В облигациях с обеспечением оно, как было показано выше, является источником погашения требований инвесторов только в случае финансовых затруднений эмитента и не служит источником формирования текущих выплат. Так вот, в ряде отечественных публикаций происходит явное смешение этих двух понятий – облигации с обеспечением и обеспеченные облигации<sup>41</sup>. С нашей точки зрения, необходимо очень внимательно относиться к использованию этих терминов и ни в коем случае не следует использовать их как синонимы.

Перейдем к анализу истории эволюции облигаций. Считается, что отправной точкой формирования современного рынка долгового капитала в целом и рынка облигаций в частности стала Реформация (середина XVI в.), до которой кредит был нелегальным или тайным в большинстве стран Европы (некоторая свобода в кредитных отношениях наблюдалась только в северных странах и в свободных городах-государствах Италии)<sup>42</sup>. Инструменты, аналогич-

ные современным облигациям, возникли в середине Восьмидесятилетней войны за независимость от Испанской империи (начало XVII в.) в Нидерландской Республике. Провинции молодой республики занимали средства на длительный срок, выпуская так называемые бессрочные аннуитеты. Данные обязательства являлись общим кредитным требованием к эмитенту, их выпустившему (провинция, город или страна в целом), без выделенного обеспечения. По сути, эти обязательства являлись бессрчными облигациями, которые выпускались под фиксированную процентную ставку, без определенной даты погашения. Однако эмитент имел право в определенный момент в будущем (или начиная с определенного момента) выкупить облигации у владельцев, при этом стоимость выкупа зависела от того, как долго обращалась облигация. Суммы выпуска этих облигаций были значительными, но никогда не были раскрыты<sup>43</sup>.

Вильгельм III Оранский, правитель Нидерландов, ставший в 1689 г. королем Англии под именем Вильгельма III, принес в английскую хозяйственную практику элементы голландской финансовой системы. В частности, во время его правления был создан Банк Англии, а также начался выпуск бессрчных правительственных аннуитетов, которые выпускались под фиксированные ставки. В 1752 г. все предыдущие выпуски бессрчных аннуитетов были переоформлены в новые бессрчные облигации, получившие название *консоли* (consoles), которые обращаются в Великобритании по настоящее время. Интересно, что процентная ставка по консолям менялась с 1752 г. всего три раза: первоначальная ставка – 3,5%; снижена в том же 1752 г. до 3%; снижена 1882 г. до 2,75%, снижена в 1903 г. до 2,5% и действует по настоящее время. Английские консоли имели два принципиальных отличия от голландских бессрчных облигаций. Во-первых, условия их выпуска были унифицированы, что сделало их рыночным, обращающимся инструментом. Во-вторых, к их выпускам применялись требования по раскрытию информации, что увеличивало доверие инвесторов и также положительно сказывалось на их обращаемости<sup>44</sup>.

На американском рынке бессрчные облигации появились в конце XVIII в., инициатором их выпуска был первый министр финансов США Александр Гамильтон. Облигации выпускались с фиксированной процентной ставкой в 6%, без конкретной даты погашения, однако они могли быть выкуплены у инвесторов по решению правительства. Выкуп всех американских бессрчных облигаций завершился к 1835 г.<sup>45</sup> Именно в этот период происходит повсеместный переход на выпуск облигаций с фиксированным сроком погашения, ставших с тех пор одним из наиболее традиционных инструментов финансового рынка.

Отметим, что первоначальное развитие рынка облигаций происходило в секторе государственных ценных бумаг. Что касается рынка корпоративных облигаций, то его развитие начинается в 1860-х гг., когда на рынках получают широкое распространение обязательства добывающих и железнодорожных компаний<sup>46</sup>. Вместе с тем известны примеры отдельных выпусков негосударственных облигаций в начале XIX в. Ротшильдом<sup>47</sup>.

Следует отметить, что в настоящее время облигации играют довольно значимую роль на финансовых рынках. В целом объемы их использования зависят от уровня развития финансовой системы страны, а также степени развития финансового рынка. Российский рынок облигаций не занимает лидирующих позиций в сравнении с другими странами. По рейтинговой оценке Мирового экономического форума российский рынок долговых инструментов находился по уровню развития в 2011 г. на 46-м месте из 62 (по числу стран, по которым проводится исследование), и на 48-м в 2012 г.<sup>48</sup> Если рассматривать отдельные показатели, характеризующие рынок, то можно отметить, что как в секторе государственных, так и по корпоративным облигациям российский рынок долговых инструментов очень сильно отстает от стран-лидеров (см. табл. 1.2).

Таблица 1.2

**Динамика ключевых показателей российского рынка облигаций, 2009–2012 гг.**<sup>49</sup>

<b>Название показателя</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	
Отношение капитализации внутреннего рынка государственных облигаций к ВВП	3,0	4,0	4,1	
<i>Лучшее значение</i>	<i>198,6 (Япония)</i>	<i>184,6 (Япония)</i>	<i>344,7 (Польша)</i>	<i>(Польша)</i>
Отношение капитализации государственных международных облигаций к ВВП	1,9	2,5	2,0	
<i>Лучшее значение</i>	<i>46,9 (Панама)</i>	<i>34,1 (Панама)</i>	<i>102,2 (Польша)</i>	<i>(Польша)</i>
Отношение капитализации внутреннего рынка корпоративных облигаций к ВВП	—	0,0	0,0	
<i>Лучшее значение</i>	<i>202,7 (Дания)</i>	<i>175,7 (Дания)</i>	<i>185,9 (Дания)</i>	<i>(Дания)</i>
Отношение капитализации корпоративных международных	7,2	10,0	8,2	

Отношение капитализации корпоративных облигаций, номинированных в национальной валюте, к ВВП	—	1,9	0,3	
<i>Лучшее значение</i>	—	3,7 (Тайланд)	3,0 (Сингапур)	(М)

Как мы видим, в России в настоящее время рынок облигаций не играет значимой роли в общей структуре финансовых рынков, однако демонстрируемые им тенденции развития позволяют сделать предположение о том, что в скором времени его роль станет намного более значимой. Данные о текущем состоянии отечественного рынка облигаций в разрезе рынков размещения, а также эмитентов представлены в Приложении 1.

Таким образом, как мы выявили, облигации представляют собой рыночную обращающуюся форму фиксации заемных отношений и обладают целым рядом специфических особенностей, определяющих заинтересованность в их использовании как заемщиков (эмитентов), так и поставщиков капитала (инвесторов). С точки зрения эволюции классических характеристик инструмента с момента появления и до середины XIX в. были выделены две основные тенденции: расширение круга эмитентов за счет перехода от исключительно государственного способа привлечения капитала к корпоративной форме финансирования; замена бессрочных аннуитетов на облигации с фиксированным сроком погашения. Кроме того, традиционная облигация приносит владельцу фиксированный купон, известный инвестору в момент эмиссии. Что касается российской практики использования облигаций, то существующая нормативно-правовая база создает для этого необходимые условия. Вместе с тем отечественный рынок демонстрирует относительно низкие параметры развития и играет незначительную роль в привлечении финансирования.

### 1.3. Финансовые деривативы

В основе производного финансового инструмента или дериватива лежит два признака производности. Во-первых, его базой является какой-либо финансовый или товарный актив, по отношению к которому дериватив является производным. Во-вторых, его стоимость зависит от стоимости базисного актива. В большинстве случаев производные финансовые инструменты представляют собой сделки по поводу будущей цены актива, т. е. договор между двумя сторонами купить или продать какой-либо актив в будущем по зафиксированной в момент заключения договора цене, либо получить выплату, связанную с будущим изменением цены актива. Так как исполняться данный контракт будет через некоторое время в будущем (заключается на определенный срок), то еще одним признаком производного финансового инструмента является его срочность. В этом смысле часто для обозначения деривативов используют термин срочные сделки.

Следует отметить, что в России существует некоторая правовая неопределенность в области регулирования отношений с деривативами. Не смотря на то что отдельные нормативно-правовые акты описывают отдельные виды производных инструментов, а также некоторые особенности экономических отношений, с ними связанных, общего определения деривативов нет в гражданском праве. Это создает определенные сложности для участников рынка, увеличивая их риски, связанные с этой правовой неопределенностью. В истории рынка деривативов в России даже существовал период, когда арбитражные суды отказывали в рассмотрении исков, связанных с исполнением производных инструментов, признавая их сделками типа пари. А такая их классификация, по сути, лишает участников возможности судебного решения споров. Дело в том, что ст. 1062 Гражданского кодекса устанавливает, что требования граждан и юридических лиц, связанные с организацией пари или с участием в них, не подлежат судебной защите, за исключением требований лиц, принявших участие в пари под влиянием обмана, насилия, угрозы или злонамеренного соглашения их представителя с организатором пари. Только в 2002 г. такая судебная практика была прекращена и участники рынка деривативов получили возможность судебной защиты своих интересов<sup>50</sup>.

Четкое определение производных финансовых инструментов появилось в российских нормативно-правовых актах только в 2010 г. Оно дано в Законе «О рынке ценных бумаг»<sup>51</sup>. Это определение отличается некоторой громоздкостью, поэтому мы рассмотрим его в упрощенном виде<sup>52</sup>.

*Производный финансовый инструмент* – договор (за исключением договора репо), предусматривающий одну или несколько из следующих обязанностей:

1) уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения значения какого-либо финансового или нефинансового показателя<sup>53</sup> или от наступления обстоятельства, относительно которого неизвестно, наступит оно или не наступит<sup>54</sup>. Этот договор может также предусматривать обязанность передать ценные бумаги, товар или валюту либо обязанность заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом;

2) на условиях, определенных при заключении договора, в случае предъявления требования купить или продать ценные бумаги, товар или валюту либо заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом;

3) передать ценные бумаги, товар или валюту в собственность другой стороне не ранее третьего дня после дня заключения договора, с обязанностью другой стороны принять и оплатить этот актив, а также содержащий указание на то, что этот договор является производным финансовым инструментом.

Как мы видим, производный финансовый инструмент может предусматривать непосредственное осуществление сделки с базисным активом в будущем (п. 2 и 3) либо получение/осуществление выплат, связанных с изменением какой-либо характеристики базисного актива (основная часть п. 1), что в целом соответствует общепризнанному подходу к деривативам. Кроме того, законодательное определение предусматривает возможность заключения сделки, исполнение которой в будущем поставлено в зависимость от того, предъявляет ли одна из сторон требования по ее исполнению (п. 2), что позволяет считать производными финансовыми инструментами опционные контракты.

Признаком будущей сделки с базисным активом в определении назван трехдневный срок (п. 3), а также необходимость четкого указания на то, что контракт является производным финансовым инструментом. Из формулировки этого пункта следует, что данное требование касается только инструментов, с определенностью предусматривающих сделку с активом в будущем (поставочных деривативов). Однако с нашей точки зрения, указание конкретного минимального срока исполнения сделки в будущем несколько противоречит существующей финансовой практике. Так, напр., заключение фьючерса (поставочного или расчетного) менее чем за три дня до даты его исполнения не изменяет его экономической сущности, независимо от срока до исполнения он остается производным финансовым инструментом.

Базисным активом в таких поставочных инструментах могут являться только ценные бумаги, товар или валюта. Вместе с тем общий перечень возможных базисных активов намного шире, в него включены также уровни процентных ставок, уровни инфляции, официальная статистическая информация, состояние окружающей среды и другие. По сути дела, в законодательном определении обобщены все используемые на данный момент виды базисных активов в деривативах, в том числе предусмотрена возможность заключения контрактов, связанных с кредитным риском («неисполнение обязанностей» в формулировке определения), а также производных на другие производные.

Следует отметить, что законодательное определение в целом описывает все характерные особенности производных финансовых инструментов, следующих из отечественной и зарубежной практики их использования, дает достаточно широкий перечень возможных базисных активов, а также предусматривает различные способы реализации контракта (денежный расчет или поставка). К недостаткам определения можно отнести наличие в нем фиксированного минимального срока поставочного контракта, а также громоздкость формулировок, видимо вызванную нежеланием использовать названия отдельных деривативов и стремлением учесть в нем все существующие типы производных сделок.

Необходимо также понимать, что наличие определения производных финансовых инструментов в Законе «О рынке ценных бумаг» не снимает полностью вопроса их правовой неопределенности. Как указано в ст. 1 закона, им «регулируются отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента, при обращении иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных федеральными законами, а также особенности создания и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг». Производные финансовые инструменты, за исключением опционов эмитента, не являются ценными бумагами. Получается, что закон, хотя и дает определение, не регулирует отношения, связанные с деривативами.

Заметим, что в отечественной научной и учебной литературе существует определенная терминологическая путаница, связанная с производными финансовыми инструментами<sup>55</sup>. Так, в различных трудах используются следующие термины: дериватив<sup>56</sup>, срочный контракт<sup>57</sup>, производный финансовый контракт<sup>58</sup>, производная ценная бумага, производный инструмент на основе контракта<sup>59</sup>, инструмент хеджирования и др.

При этом даже понятия, описываемые авторами одним и тем же термином, могут определяться по-разному и нести различную смысловую нагрузку. Так, деривативы могут определяться как «финансовые инструменты и операции, позволяющие снизить риски или трансформировать их»<sup>60</sup>, или как «финансовый контракт между двумя или более сторонами, который основывается на будущей стоимости базового актива»<sup>61</sup>.

Срочный контракт может пониматься как «соглашение контрагентов о будущей поставке базового актива»<sup>62</sup> и полностью отождествляться автором с такими понятиями, как производные финансовые активы (инструменты)<sup>63</sup> или как «сделки, исполнение которых осуществляется сторонами не ранее третьего рабочего дня после дня ее заключения»<sup>64</sup>. В целом, термины дериватив, производный финансовый инструмент, срочная сделка можно использовать как синонимы, понимая, что на практике, когда говорят о производных инструментах, прежде всего имеются в виду срочные контракты, поскольку на них приходится подавляющая часть производных инструментов, при этом подчеркивая, что понятие производного инструмента является более широким, включающим в себя, например, такие инструменты, как депозитарные расписки<sup>65</sup>.

Исторически срочный рынок возник достаточно давно, так некие прототипы современных деривативов использовались в отдельных европейских странах уже в XII в. Одним из инструментов ярмарочной торговли в средневековой Европе были так называемые *lettre de faire*, представляющие собой товарные форварды<sup>66</sup>. В Голландии, в период тюльпаномании (начало XVII в.), торговались опционы на тюльпаны, несколько позже появились и биржевые форварды. Однако вместе с крахом рынка (1637–1638 гг.) развитие данных инструментов останавливалось<sup>67</sup>. В XVIII в. производные финансовые инструменты начали использоваться в Японии. На Рисовой бирже Дожима (Осака) с 1730 г. торговались фьючерсы на рис<sup>68</sup>.

Современные деривативы возникли в XVIII в. С 1830-х гг. на Лондонской фондовой бирже стали торговаться опционы на акции. В 1860-х гг. практика заключения производных инструментов распространилась в США, где была основана первая специализированная срочная биржа – Чикагская фондовая палата (1848 г.) – для торговли фьючерсными контрактами на сельскохозяйственную продукцию. Однако стремительно развиваться рынок производных стал в 70–80-х гг. XX в. Именно в этот период появились крупнейшие на сегодняшний день срочные биржи. Так, в 1973 г. была открыта Чикагская опционная биржа (CBOE), в 1979 г. открыта Нью-Йоркская фьючерсная биржа (NYFE), в 1982 г. образована Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (LIFFE), в 1989 г. во Франции возникла Биржа финансовых фьючерсных контрактов (MATIF), в 1990 г. создается Немецкая срочная биржа (DTB). Последние 4 биржи наряду с Чикагской товарной биржей (CME) и Чикагской торговой палатой (CBOT) являются крупнейшими мировыми центрами срочной торговли.

Следует отметить, что исторически развитие рынка деривативов происходило на базе реальных товаров, при этом к настоящему времени существование некоторых товарных рынков (нефти, пшеницы, сои, золота и прочих) невозможно представить без развитой срочной инфраструктуры. Однако логика развития мировой экономики в конце XX в. предопределила появление производных, основанных на финансовых активах, т. е. той части срочного рынка, базой существования которой являются непосредственно финансовые инструменты. И те и другие сделки являются одинаковыми по своей экономической сущности, но отличаются экономическим содержанием базовых активов, а следовательно, и механизмами функционирования.

Нестабильность мировых финансовых рынков в 1970-х гг. обусловила отказ многих государств от политики жесткого регулирования кредитных и валютных рынков. Исследователи рынка считают, что первым этапом начала общей политики дерегулирования явился крах Брет-

тон-Вудской системы (что, по сути, являлось отменой валютного контроля), но примерно одновременно происходили и другие события в финансовой сфере, которые увеличивали колебания цен на ценные бумаги, кредит и валюту<sup>69</sup>. К ним можно отнести открытие национальных финансовых рынков, стимулирование конкуренции в финансово-банковской сфере, сокращение налогового бремени, отмену потолка процентных ставок по депозитам и займам и традиционных ограничений на отдельные финансовые операции (напр., спекулятивные).

Кризис финансовых рынков в 80–90-х гг. XX в. обусловил необходимость создания механизмов минимизации рисков и повышения конкурентоспособности. В рамках такого нового подхода получили широкое распространения финансовые операции и инструменты, позволяющие снизить риски или трансформировать их. Появившись в процессе традиционных экономических отношений (кредит, заем, акция и др.), деривативы представляют собой традиционные инструменты, получившие к тому времени широкое развитие, но только на товарных рынках. Финансовые деривативы стали инструментами, ориентированными на договорные отношения, связанные с преодолением ограничений, вытекающих из обычных обязательств на куплю (продажу) или права на покупку (продажу) финансовых инструментов в будущем по фиксированному на данный момент ценам.

Таким образом, появление рынка финансовых деривативов было объективно предопределено логикой развития финансовых рынков. Одной из основных причин роста рынка деривативов и бурного развития финансового рынка в целом явились общие для экономик западных стран процессы либерализации. Как было отмечено, процессы снижения государственного регулирования увеличивают нестабильность рынков, что вызывает необходимость страхования вытекающих из такой нестабильности рисков. Деривативы стали инструментом, позволяющим проводить хеджирование рисков изменения цены базисного актива. Первой причиной быстрого развития срочного рынка явилась созданная этим рынком возможность управления рисками, вытекающими из владения активами (или пассивами) на неустойчивых рынках. Рынок производных финансовых инструментов позволяет хозяйствующим субъектам уменьшать или исключать финансовые риски.

Деривативы, являясь, по своей сути, достаточно сложными инструментами финансового рынка, требуют применения специальных знаний для их использования. Поэтому второй причиной бурного развития срочного сегмента экономики является появление на нем большого числа профессиональных участников, имеющих необходимые теоретические и существенный запас практических знаний. Причем наличие большого количества профессиональных трейдеров срочного рынка обусловлено общим для всего финансового рынка процессом увеличения доли участия на нем институциональных инвесторов, управление активами которых осуществляют высококвалифицированные менеджеры.

Кроме того, объемы финансовых вложений институциональных инвесторов достаточно велики. При этом деятельность таких фондов направлена на их наиболее прибыльное применение, что подразумевает страхование доходности и активов фондов от различных финансовых рисков. Происходящая на финансовом рынке институционализация инвестиционного процесса обусловила дальнейшее развитие рынка финансовых деривативов. Также отметим, что операции со срочными контрактами несут в себе большой риск и требуют значительных (хотя и меньших по сравнению со спот-рынком) первоначальных вложений, зачастую недоступных для индивидуального инвестора вне фондов.

Еще одной причиной бурного развития рынка деривативов стал прогресс в области информационных технологий, используемых на финансовом рынке. В связи с этим, во-первых, снизилась стоимость самого процесса заключения сделок, что означает снижение трансакционных издержек рынка и увеличивает его ликвидность. Во-вторых, у участников рынка появляется возможность включения в инвестиционные портфели зарубежных производных инструментов. Необходимо отметить, что срочные рынки высоко концентрированы в междуна-



родном масштабе. Существует несколько мировых центров торговли производными финансовыми инструментами. Использование современных информационных и компьютерных систем создало возможность объединения этих мировых центров срочной торговли в действующую круглосуточно систему. Так, открытие в 1984 г. Сингапурской международной валютной биржи (SIMEX), а в 1985 г. срочной биржи в Сиднее (SFE) и начало в том же году срочной торговли в Японии и Новой Зеландии предоставило участникам рынка возможность заключать сделки круглосуточно. Кроме этого, процесс компьютеризации рынка привел к появлению срочных бирж, осуществляющих исключительно электронную торговлю. Например, Новозеландская биржа и открытая в 1998 г. Швейцарская опционная срочная биржа (SOFEX) являются полностью электронными. Отметим также, что в настоящее время большинство срочных бирж (за исключением некоторых традиционно торгующих «с голоса» американских) предоставляют инвесторам возможность заключать сделки электронно. Еще одной тенденцией информатизации и глобализации срочного рынка является объединение торговых систем нескольких бирж в общую торговую систему. В 1998 г. были объединены в одну торговые системы бирж Парижа, Франкфурта и Цюриха. В это же время Чикагская товарная биржа (при поддержке Сингапурской международной валютной биржи) создала компьютеризированную торговую систему GLOBEX, позволяющую вести круглосуточную торговлю производными инструментами, находясь в любой точке земного шара. Почти одновременно главный конкурент CME – Чикагская торговая палата – создала аналогичную систему AURORA.

Еще одной особенностью срочного рынка, вызвавшей рост активной торговли производными инструментами, является возможность создания синтетических позиций по базисному активу, т. е. моделирования с помощью инструментов срочного рынка длинной или короткой позиции, соответствующей операциям на спот-рынке без проведения таковых. Отметим, что синтетическая позиция является более выгодной в случае более высоких ставок на спотовом рынке или в случае экономии на транзакционных издержках. Кроме этого, инструменты срочного рынка позволяют осуществлять всевозможные спекуляции при проведении различных инвестиционных стратегий, представляя собой высокодоходные инструменты вложения свободных финансовых средств. Срочные сделки позволяют получать практически неограниченную спекулятивную прибыль (правда и убытки от участия в рынке тоже могут быть очень велики). Примером последнего может служить крах в 1995 г. банка «Бэрингс», одного из старейших и надежнейших банков Англии. Несмотря на то что фактические данные этого банкротства до сих пор окончательно не известны (и, скорее всего, останутся тайной), достоверным является факт, что непосредственным виновником краха был руководитель Дальневосточного филиала банка, осуществлявший активные операции с производными инструментами на азиатских рынках. Неправильно выбранная инвестиционная стратегия привела к тому, что за короткий промежуток времени банк понес убытки в сумме более 1 млрд долларов, что привело к его краху<sup>70</sup>

## **Конец ознакомительного фрагмента.**

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.