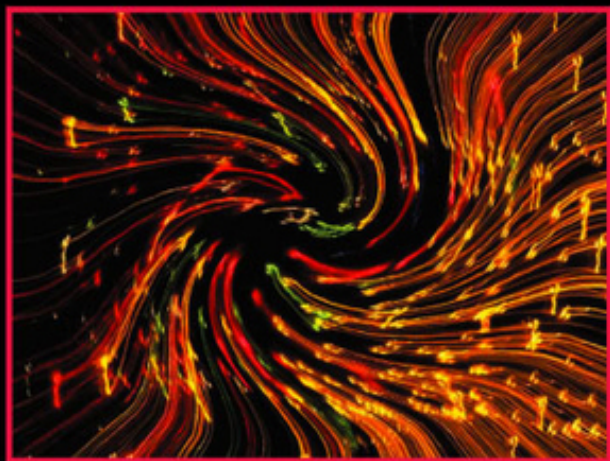




Патрик Янг, Чарльз Сайди



# ФЬЮЧЕРСЫ НА АКЦИИ

РУКОВОДСТВО ТРЕЙДЕРА

**Чарльз Сайди  
Патрик Янг**

**Фьючерсы на акции.  
Руководство трейдера**

*предоставлено правообладателем*

*[http://www.litres.ru/pages/biblio\\_book/?art=2452545](http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=2452545)*

*Патрик Янг, Чарльз Сайди «Фьючерсы на акции: руководство  
трейдера»: Интернет-трейдинг; Москва; 2010*

*ISBN 5-902360-14-5*

**Аннотация**

Фьючерсы на отдельные акции рассматриваются многими аналитиками как самые совершенные производные инструменты. Рынки этих деривативов распространяются по всему миру, испытывают неукротимый рост и развиваются, в том числе и в России. Настоящая книга, написанная опытными трейдерами, является первым практическим руководством по этому инновационному продукту, ускоренно увеличивающему объемы торговли по всему миру. Эти инструменты могут радикально изменить динамику фондовых инвестиций и спекуляций. Их возможности огромны, но пока еще слабо различимы частными инвесторами нашей страны.

Предназначена для широкого круга читателей, интересующихся вопросами инвестиций, трейдинга и функционированием современных финансовых рынков.

*В формате a4.pdf сохранен издательский макет книги.*

# Содержание

Вступительное слово	5
Предисловие	9
Введение: новый продукт, новая революция	13
Пролог: следующий рубеж[4]	18
Глава 1. Просто вопросы и ответы	25
Конец ознакомительного фрагмента.	37

# **Чарльз Сайди, Патрик Янг**

## **Фьючерсы на акции.**

### **Руководство трейдера**

#### **Вступительное слово**

Дорогой читатель!

Сегодня невозможно представить специалиста фондового рынка, не имеющего базовых знаний о различных видах акций и особенностях работы с их деривативами. Но если в отношении первых написано много серьезной и всеобъемлющей литературы, опубликованы сотни статей, изданы десятки книг, то в отношении деривативов в печатных изданиях практически ничего на русском языке не издавалось кроме небольших заметок в академических учебниках и книг содержащих информацию общего характера.

Между тем, рынок фьючерсов на акции, о котором в основном идет речь в данной книге, может предоставить новые возможности и содержит в себе практически неисчерпаемый потенциал извлечения прибыли для специалистов, желающих увеличить количество инструментов в своем инвестиционном портфеле.

Ежедневно банки, хеджевые фонды, фонды пенсионного и

доверительного управления размещают часть своих средств в акциях и их производных инструментах: фьючерсах, опционах и пр.

С развитием мировой экономики потребность в подобных рыночных механизмах использования финансовых средств была вызвана нарастающей с каждым годом капитализацией фондового рынка. Не использовать деривативы в своей работе – это значит намеренно занижать свои потенциальные возможности, заложенные в самой идее создания этих инструментов.

В повседневной работе финансовые учреждения вынуждены распределять средства, данные им в управление, в самые различные активы финансового и фондового рынка. Львиная доля этих средств размещается на фондовом рынке в том числе и в таких, активно торгуемых инструментах, как фьючерсы. Эффективность работы с фьючерсами напрямую зависит от понимания механизмов их ценообразования и факторов влияющих на динамику изменения цены фьючерса.

Дилинговый центр «Альпари» существует с 1998 г. За это время через нас прошло несколько поколений трейдеров. Среди них есть те, кто сегодня входит в элиту финансового бизнеса в России, есть просто успешные трейдеры, есть новички, подающие надежды и уже прибыльно работающие на собственном счете. По нашим наблюдениям именно приверженность к освоению новых возможностей, предлагаемых

мировыми рынками, отличает этих людей и обеспечивает им стабильное и долговременное будущее в финансовом мире.

Эта книга является одной из серии книг, издаваемых при поддержке ДЦ «Альпари», и посвящена профессиональной работе с фьючерсами на бирже. Дилинговый центр «Альпари» предлагает своим клиентам и всем желающим после прочтения данной книги попробовать применить полученные знания на практике, используя торговый терминал нашего центра. Нет ничего лучше в процессе обучения, чем практика на реальном рынке. Ознакомиться с нашим терминалом вы можете на сайте дилингового центра «Альпари» по web-адресу [www.alpari.org](http://www.alpari.org).

Стратегия, выбранная в своё время ДЦ «Альпари», направленная на подготовку серьёзных трейдеров, как показала время, вполне оправдала себя. При создании собственной сети филиалов и представительств мы сумели сохранить единый подход к клиенту во всех регионах, где мы представлены: «Трейдеру нужно максимально помогать, создавая самые благоприятные условия для его успешной работы! Только успешные трейдеры могут обеспечить процветание дилингового центра!»

Хотелось бы надеяться, что эта книга будет незаменимым помощником и наставником для тех начинающих специалистов по фьючерсам на акции, которые решили расширить свои горизонты познаний и собираются узнать как можно больше о производных инструментах рынка акций.

Желаем успехов в освоении нового материала и в создании собственных эффективных стратегий, основанных на использовании фьючерсов.

*Сергей Зорик,  
руководитель отдела рекламы и маркетинга,  
Дилинговый центр «Альпари».*

*Лайну Кэйну, являющемуся замечательным  
другом, гостеприимным хозяином на всем  
Кот д'Азуре и просто лучшим певцом-  
импровизатором, с которым любая вечеринка  
будет благословенна.*

*Гэби, которая поддерживала и поощряла меня  
всё это время.*



# Предисловие

*Не создавайте мелочных планов  
Дэниел Бернхэм, известный чикагский архитектор  
конца 19 столетия.*

Всё началось в ресторанчике Уилтона. Предстояло многое сделать. Где-то между перепелиными яйцами и десертом наш разговор зашёл о проблеме, с которой столкнулся мой друг.

Был 1997 год и сэр Брайан Уильямсон (Brian Williamson) согласился стать Председателем Лондонской международной биржи LIFFE – биржи финансовых деривативов, которая подвергалась нападкам и боролась за своё выживание. Её поражение пробило бы внушительную брешь в броне Лондона и стало бы угрозой преимущества столицы в качестве финансового центра. Первый шаг был ясен: закрыть торговый зал и переместить всю торговлю на электронную платформу. Легко сказать, но проект такого масштаба ранее не реализовывался. Второй шаг был не менее грандиозен. Создать финансовый инструмент, который обладал бы потенциальной возможностью стать не менее значимым, чем финансовый комплекс процентных ставок.

Для специалиста по финансовым рынкам путь был очевиден. У деривативов на акции долгая история. Фьючерсы

и опционы на отдельные акции торговались в Амстердаме в 17 веке. Естественная эволюция продемонстрировала их важность в качестве механизма по распределению рисков. По различным организационным и юридическим причинам они многие века находились в забвении. Современные фондовые деривативы начали свой путь в 1973 году на Чикагской бирже опционов (СВОЕ) и успешно копировались по всему миру. За этим последовало изобретение фьючерсов на фондовые индексы на Срочной товарной бирже Канзаса (КСВОТ). На Чикагской товарной бирже (СМЕ) они были успешно модернизированы и, в конце концов, распространились повсеместно. Недостающим кусочком мозаики был рынок фьючерсов на отдельные акции. Я безуспешно пытался заполнить этот пробел в 1982 году на бирже Чикагского совета по торговле (СВОТ) с помощью проекта узко-отраслевых индексов, которые для некоторых отраслей промышленности были заменителями отдельных акций. Это привело к соглашению Шэда-Джонсона между Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC)<sup>1</sup> и Комиссией по срочной биржевой торговле (CFTC),<sup>2</sup> которое запретило узкоотраслевые индексы. Юридический запрет фьючерсов на отдельные акции и их заменителей по-прежнему оставлял этот комплекс

---

<sup>1</sup> SEC – Комиссия по ценным бумагам и биржам, регулирующий орган фондовой торговли США.

<sup>2</sup> CFTC – Комиссия по срочной биржевой торговле, регулирующий орган США по биржевым товарам и фьючерсам.

финансовых инструментов неполным.

В то время, как снятие этого запрета в Соединённых Штатах казалось унылой перспективой, прогнозы для Лондона казались гораздо лучше, особенно если бы этим занялась подходящая личность. Требовалась иная точка зрения или склад ума непрофессионала в совокупности со способностями мышления посвященного или хорошо осведомленного человека.

У Сэра Брайана были эти качества. В итоге, гербовый сбор по фьючерсам исчез и Банк Англии и неправительственная комиссия по акциям и фьючерсам (SFA) признали разумность данной концепции. Кроме того, время было подходящее. Долговые инструменты были товаром 1980-х годов, а акции – товаром 1990-х. Финансовый сектор США предоставил соответствующий данные. В 1990 году Федеральный долг составлял 2 триллиона долларов. Десять лет спустя эта цифра выросла до 3 триллионов, в то время как за тот же период размер фондового рынка США вырос с 3 до 14 триллионов долларов. В Европе происходили такие же изменения.

Казалось, к тому времени, как подошла очередь арма-ньяка и сигар, картина окончательно прояснилась. Остался последний вопрос. Как это отзовется в Соединённых Штатах? Лондонская международная биржа LIFFE котирует американские и европейские акции. Это неизбежно вызовет политическое давление с тем, чтобы снять запрет в

США. Мы думали, что это в итоге расширит интерес на рынках и станет катализатором самоисполняющегося пророчества. Несколько лет спустя Лондонская международная биржа LIFFE выпустила универсальные фьючерсы на акции. Это успешно повторили в континентальной Европе. Запрет в США был снят, биржи OneChicago и NQLX<sup>3</sup> в 2002 году выпустили фьючерсы на отдельные акции в Нью-Йорке и Чикаго. А на Лондонской бирже LIFFE в том же самом году был зарегистрирован рекордный объем. Многое произошло за короткие пять лет.

Это был чудесный ужин с дорогим другом.

*Ричард Сандор (Richard Sandor)*

*Чикаго, январь 2003 года*

---

<sup>3</sup> NQLX— первоначально поддерживалась рынками NASDAQ LIFFE, в середине 2003 года NASDAQ отошел от ФОА, оставив европейской сети Euronext LIFFE исключительный контроль. NQLX вместе с OneChicago являются двумя ведущими американскими биржами по торговле фьючерсами на отдельные акции.

# Введение: новый продукт, новая революция

*Универсальные фьючерсы на акции являются собой революцию в торговле акциями во всем мире. Они будут легкими, дешевыми и эффективными в торговле.*

*Сэр Брайан Уильямсон, исполнительный председатель LIFFE, объявляя о запуске первого в мире фьючерса на международную акцию 20 сентября 2000 года.*

Фьючерсы на отдельные акции (SSF, Single Stock Futures, ФОА) представляют собой наиболее захватывающий продукт на арене производных инструментов с тех пор, как победное шествие деривативов стало взрывать пост-бреттонвудскую эру финансовой дерегуляции. Их развитие тормозилось в США регулятивными проблемами, но запуск NASDAQ LIFFE и OneChicago в ноябре 2002 года впервые вывел SSF на величайший в мире рынок капиталов.

История ФОА, которую мы обрисуем в Главе 1, довольно извилиста. Их исторические предшественники существовали в 17 веке в Амстердаме, хотя и современные продукты, первоначально, имели весьма пеструю историю в течение последнего десятилетия. Тем не менее, никто не может недооценивать сенсационный потенциал SSF, (который, в любом

случае, был доступен в течение 20 лет лишь синтетически на внебиржевом рынке OTC (Over The Counter) и опционных биржах). За свою историю, появившиеся фьючерсные продукты значительно улучшили свою ликвидность и трейдинговые возможности на наличных рынках, создавая важные новые измерения для трейдеров, хеджеров и риск-менеджеров, ищущих улучшения своих доходов или спокойного сна по ночам. В усилившемся цифровом засилье рынка, SSF — являются ключевым элементом для развития производных от акций продуктов.

Современные SSF ведут свое происхождение из Азии как мы увидим в Главе 2. Однако в Европе и Азии их появление (конечно, кто-то может возразить, что это было повторное появление, памятуя их возникновение в Амстердаме несколько веков назад) было впервые осуществлено биржей LIFFE в Лондоне (хотя в Испании биржа MEFF искусно пыталась запустить их слегка впереди Лондона в январе 2001 года) и потом распространилось в Северную Америку Биржей Монреаля, в том же месяце. Один из авторов этой книги, Патрик Янг написавший в июле 1997 года статью на сайте *Appliedderivatives* ([www.appliedderivatives.com](http://www.appliedderivatives.com)), озаглавленную «Следующий рубеж», был вдумчивым наблюдателем за развитием SSF. Действительно, в конце 1990-ых они даже не стояли на повестке дня Американского рынка. Однако, продолжавшийся бычий рынок в конце 90-ых помог вызвать интерес к производным от акций продуктам и объявление

LIFFE о своем намерении быть первой международной биржей, запустившей SSF в 2001 году, было поворотным пунктом в развитии инструмента. Патрик Янг был активно вовлечен в запуск на LIFFE универсальных фьючерсов на акции (USF) (Universal Stock Futures) а также работал на Бирже Монреаля над теми же задачами. Доктор Ричард Сандор (Richard Sandor), по праву считающийся «отцом финансовых фьючерсов» был значимой фигурой при введении SSF на LIFFE и в США, однако, легендарная предусмотрительность сэра Брайана Уильямсона помогла запустить инструмент на LIFFE и действительно способствовала созданию совместного предприятия LIFFE/NASDAQ в США, и о чем мы еще поговорим.

Как часто отмечал доктор Сандор, 90-е годы ознаменовали сдвиг в капитале от ориентированного на займ, к ориентированному на акции обществу. Американский долг оставался, по существу, стабильным на уровне \$3 триллиона. Однако, за тот же период, рынок акций увеличился почти на \$14 триллионов. Следовательно, такое значительное увеличение глобального рынка акций и такой сдвиг в парадигме инвестиций неизбежно должны были сопровождаться похожими движениями в сторону увеличения количества производных от акций продуктов. И действительно, объемы торговли опционами и фьючерсами на индексы акций взрывным образом поднялись за последние 10 лет. Революция SSF в самом своем ядре питалась возросшим спросом на все формы фон-

довых продуктов.

Несмотря на медвежий рынок акции в начале 21 века, тезис доктора Сандора остается по-прежнему уместным. Старение мирового населения ведет к большему давлению пенсий и, следовательно, требует большей отдачи от финансовых активов, чтобы удовлетворить будущие обязательства. Даже если рынок акций проходит через десятилетие относительной недооцененности, необходимость в увеличении ассортимента фондовых инструментов не уменьшается. SSF имеют большое количество преимуществ для различных типов трейдеров и инвесторов, являясь недорогим, легким для понимания и высоко эффективным использованием капитала, увеличивающим возможности инвестора. Продолжающееся воздействие революции SSF ведет к увеличению подлежащей ликвидности наличных рынков, поскольку маркет-мейкеры оказываются в состоянии дать лучшие цены, базируясь на возможности использования других инструментов (в дополнение к варрантам, опционам и т. п.) для хеджирования их позиций в акциях. Действительно, во многих отношениях SSF могут способствовать уменьшению бид/офер спреда на рынках наличных акций даже с большей эффективностью, чем долгожданная децимализация, проведенная на американском рынке в 2001 году.

Динамика фьючерсной торговли похожа, но слегка отличается от таковой на биржах акций. В этой книге мы ставили себе цель сфокусироваться на торговле этими новы-



ми инструментами, чтобы помочь и частному и профессиональному трейдеру понять риски и возможности, предлагаемые фьючерсами на отдельные акции. В общем, трейдинговая вселенная значительно улучшается с появлением SSF, и мы надеемся, что из этой книги вы узнаете, как вы можете получить пользу от этой революции.

Эта книга является совместным творчеством Чарльза Сайди и Патрика Янга. Мы являемся коллегами и друзьями уже 15 лет, начав в конце 80-х в компании Tullett and Tokyo Futures, а затем пройдя через множество различных предприятий, включая интернетовскую издательскую компанию «erivatives.com», где мы оба были директорами. Мы надеемся, что вам понравится чтение книги и вы получите прибыль от этого.

Удачного трейдинга!

*Чарльз Сайди, Патрик Янг*  
*Лондон, ноябрь 2002*

# Пролог: следующий рубеж<sup>4</sup>

Благодаря чудным дискуссиям об инновациях в бизнесе, несколько последних лет были свидетелями существенного сдвига парадигмы в пользу более экзотических и эзотерических инструментов. Имея в виду, что разработки, типа «кредитных деривативов» являются весьма воодушевляющими, эти великолепные новые методы уменьшения риска несомненно будут испытывать значительный рост в ближайшие годы. Другие новые продукты сходной природы, также будут развиваться. Однако, среди огромного числа деривативов, которые доступны в настоящее время, один аспект выглядит незаслуженно забытым. Более того, это простой «ванильный» продукт и должен входить в листинг любой, из огромного количества бирж, сильнейшим образом конкурирующих за объёмы в постоянно конкурентной среде.

В 1970-ые и 1980-ые сначала валютные фьючерсы, а затем фьючерсы на казначейские облигации революционизировали торговлю. Однако, хотя фьючерс на Value Line на канзасской бирже Kansas City Board of Trade привел Чикаг-

---

<sup>4</sup> Эта статья была впервые опубликована Патриком Янгом на сайте [www.appliedderivatives.com](http://www.appliedderivatives.com) в июле 1997 года, когда фьючерсы на отдельную акцию еще не стояли на повестке дня ни одной крупной биржи... Да еще в то время статья спровоцировала вопли протеста множества читателей, которые не видели никаких причин для того, чтобы котировать SSF.

скую биржу (СВОТ) к фьючерсам на основные индексы, а СМЕ – к фьючерсам на S&P500, они не смогли перейти торговле фьючерсами на отдельные акциями. По правде говоря, можно утверждать, что фьючерсы на облигации, благодаря списку поставляемых облигаций, сами по себе являются формой индекса, поскольку представляют серию ценных бумаг. Однако, эти облигации различны, насколько различны их доходности, которые есть ничто иное, как функции динамики рынка процентных ставок. Эмитент казначейских облигаций является безвариантно одним и тем же для каждой ценной бумаги – хотя Европейский Монетарный Союз (ЕМС) может быть первым исключением из этого правила.

Поэтому довольно трудно понять почему не происходит подвижек к котированию фьючерсов на отдельную акцию. Действительно, первые эксперименты с такими контрактами вряд ли можно считать ошеломляюще успешными. Хотя они проводились лишь на биржах второго эшелона и в довольно широком виде. Более того, они стремились конкурировать с существовавшими опционными контрактами, котирувавшимися на соперничающих биржах.

В Чикаго СВОТ и СМЕ не выказали никакой склонности к листингу фьючерсов на индивидуальные акции, возможно потому, что СВОЕ поддерживала огромные позиции по опционам на акции. Почему она не видит преимуществ включения в листинг фьючерсов в дополнение к своим имеющимся продуктом, остается вне моего разума. Существуют

конечно регулятивные ограничения типа Соглашения Шэда-Джонсона (см. стр. 46), но когда есть желание всегда можно провести удовлетворяющую соглашениям подготовку.

В Лондоне LIFFE не послушалась наставлений о листинге фьючерсов на индивидуальные акции. Предположительно, это произошло, по крайней мере, частично, благодаря тому, что опционы на акции продолжали демонстрировать разочаровывающие объемы торговли, в сравнении с размером и важностью лондонского фондового рынка. В Париже, соперничество между рынком опционов на акции MONER и фьючерсной биржей MATIF было контрпродуктивным для развития фьючерсов. Навязчивые идеи ЕМС, вероятно, также замедляют процесс листинга подобных продуктов в Европе.

Хотя аргументы в пользу фьючерсов на акции значительны, и чрезвычайно благоприятны для развития не только рынков деривативов, но и продолжения роста также и денежных рынков. К несчастью, многие брокеры по акциям не видят, что фьючерсы на акции на самом деле улучшат их показатели больше, чем охота за комиссионными их персонала по продажам.

Возьмем, для примера, процесс маркет-мейкерства. Действительно, множество рынков акции функционируют на управляемом ордерами базисе (order-driven basis). Тем не менее, здесь тоже можно получить много преимуществ. Для начала, следует сказать, что первичные дилеры/маркет-мейкеры имели бы возможность торговать не только подлежа-

щую наличность, но и фьючерсы на нее и, вполне вероятно, опционы. Таким образом, они могут ограничивать свои риски куда более эффективным способом. В самом деле, увеличение ликвидности фьючерсных контрактов позволяет сузить спрэд между маркетмейкерами акций. Спрэд на рынках акций во многих частях света может быть немного уменьшен, чтобы поощрить интерес у краткосрочных игроков. Будет ли кто-нибудь спорить, что более узкий спрэд между бидом и аском будет тормозить бизнес?

Итак, фьючерсы на индивидуальную акцию уменьшили бы спрэд между бидом и офером и, таким образом, увеличили бы объем торговли на всех рынках. Более того, эта добавленная ликвидность вероятнее всего пришла бы не просто от существующих трейдеров, но, несомненно, из новых источников. Маркет-мейкеры по опционам и дериватам были бы весьма заинтересованы в увеличении изошренности торговли акциями. А разумное использование производных инструментов уменьшает капитальные затраты на первичный дилинг. Снова это увеличивало бы ликвидность и вело бы к более справедливому рынку, по крайней мере, ведущих акций.

Например, на настоящий момент не будет преувеличением сказать, что подлинной ликвидностью обладает лишь наибольшая треть от лондонского индекса FTSE 100. С фьючерсами на акции нет оснований полагать, что эти рынки не увеличат ликвидность через все 100 акций, входящих в ин-

декс и не сделают того же на остальных мировых биржах. И конечно же преимущество более ликвидных акций неоспоримо.

Другие источники новых инвестиций на рынки акций наверняка будут включать в себя многих трейдеров деривативами, наподобие автора этих строк. По правде, я всего лишь клещ на спине такого большого носорога, как Квантум-фонд. Но в настоящий момент я не подхожу к наличным акциям, поскольку они чересчур капиталоемки для меня. Однако, покажите мне ликвидный фьючерс на акцию и я не просто заинтересуюсь им, но также и множеством интригующих стратегий с акциями-фьючерсами-опционами.

Конечно, когда дело доходит до короткой продажи, текущее регулирование рынков по всему миру имеет тенденцию быть обременительным и довольно разочаровывающим для продавца в короткую. Но как только мы попадаем на поле фьючерсов, все эти недостатки быстро исчезают. Действительно, мы тогда преобразовали бы многих брокеров по акциям, которые в настоящий момент имеют тенденцию рассматривать каждого желающего коротнуть рынок, как некую форму заблуждающегося лунатика, чьей целью является подкоп под основания капитализма. Печально, но именно такое внутреннее отношение брокеров, действительно, больше угрожает равновесию рынка акций, чем перспектива продать в короткую для нескольких людей.

Не желая лезть в аргументы, касающиеся стоимости удер-

жания позиций и тому подобных, которые часто приводят-ся в дебатах сопоставляющих наличные акции и фьючерсы, я думаю, что критика истеблишмента, утверждающая, что торговля акциями будет угнетаться торговлей фьючерсами, в корне неверна. Вдовы, сироты и пенсионные фонды продолжают покупать казначейские облигации ради купонных выплат даже в нынешние времена ликвидных фьючерсных контрактов. Аналогично, долгосрочные частные инвесторы, ищущие смеси из дохода и курсового роста капитала от своих акций, не прельстятся покупкой только фьючерсных контрактов (хотя их переключения из акции в акцию будут поддержаны более узкими спредами). Пенсионные фонды будут по-прежнему привержены нравственному императиву «купи-и-держи», но они смогут получить хорошую помощь от торговли специфическими стратегиями на основе содержимого их портфелей и т. п.

Наконец, насколько повредили рынку акций фьючерсы на индексы? Держу пари, что вредоносный эффект скорее всего равен нулю. Более того, преимущества для наличных акций весьма значительны – например, торговля корзинами для целей арбитража помогла увеличить объемы торговли акциями.

Действительно, когда дело доходит до комиссионных, то основные брокеры по акциям могут иметь определенные причины для волнений – некоторые клиенты могут предпочесть фьючерсы на акции самим акциям, благодаря значи-

тельно меньшим тарифам. Однако, если спрэды сужены и акции стали более ликвидными, то это наверняка приведет к увеличению оборота, что покроеет снижение.

Я мог бы продолжать и продолжать. Ужасно, что придется повторять аргументы в пользу фьючерсов на акции снова и снова, чтобы некоторые главные мировые биржи напрягли свои организационные и маркетинговые мускулы на этом поприще. Возможно, ЕМС чересчур маячит на горизонте и делает многих биржевых чиновников близорукими во взглядах до следующего года (а может и далее). Однако в этот период исторического бычьего рынка кажется смехотворным, что, возможно, наибольший подъем американского и европейского рынков акций мы наблюдаем без малейших инноваций в биржевых производных продуктах. Время для фьючерсов на индивидуальную акцию пришло уже давным-давно.



# Глава 1. Просто вопросы и ответы

Этот раздел в простом формате «вопрос-ответ» знакомит нас с многими ключевыми понятиями, касающимися Фьючерсных контрактов (фьючерсов) на Отдельные Акции – SSF (Single Stock Futures – SSF). Мы даем ссылки на разделы этой книги, где вы можете получить более подробную информацию по данным понятиям. Читатели, решившие прочитать этот кладезь мудрости от корки до корки, могут захотеть пропустить данный раздел и напрямую перейти к основной части книги. Но мы полагаем, что эта глава только поможет читателям как справочник-путеводитель по самой книге.

**Вопрос. Что такое SSF?**

**ОТВЕТ.** Если коротко, то это соглашение купить или продать контракт, основанный на базисной (подлежащей) акции с расчетом или поставкой в заранее установленный день в будущем.

**ВОПРОС.** Почему у нас не было SSF ранее, в то время, когда были фьючерсы практически на все остальное.

**ОТВЕТ.** Вообще-то, SSF первоначально появились в Амстердаме несколько веков назад, но в последнее время они были не слишком популярными. Некоторые относительно второстепенные биржи включали их в свой перечень в конце восьмидесятых и девяностых годах, но на самом деле мир

неожиданно начал обращать внимание на этот финансовый инструмент только тогда, когда Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов (LIFFE) 29 января 2001 года включила в свой перечень универсальные фьючерсы на акции.

**ВОПРОС. Но почему они до сих пор не применяются в США?**

**ОТВЕТ.** Увы, главным препятствием в развертывании SSF было соглашение Шэда-Джонсона (Shad-Johnson Accord), которое разрешило торговлю опционами на акции с начала 1970-х, но не разрешило SSF. С двумя регулирующими органами – Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC) и Комиссией по срочной биржевой торговле (CFTC) было заключено соглашение по наличным акциям и фьючерсам соответственно. И только после выхода в 2000 году Закона о совершенствовании товарных фьючерсов (Commodity Futures Modernization Act) была расчищена дорога для SSF.

**ВОПРОС. Итак, кто господствует в области SSF?**

**ОТВЕТ.** На момент написания книги наиболее успешные биржи были в Испании (MEFF), Лондоне (в Лондоне даже больше, так как она соединена с более, чем 20 странами. Это так называемая Европейская сеть Лондонской международной биржи финансовых фьючерсов и опционов (Euronext LIFFE), расположенная в Лондоне) и Индии, где на Национальной Фондовой бирже также существует преуспевающий

рынок.

**ВОПРОС. Как насчет Америки?**

**ОТВЕТ.** США быстро догоняют, запустив SSF в обращение на двух биржах в ноябре 2002 года: NASDAQ LIFFE (NQLX) и OneChicago. Они быстро развиваются, так как мы защищены от давления, хотя и начали со скромных уровней.

**ВОПРОС. Да, но разве деривативы не раздавят саму идею акций, как права на часть собственности?**

**ОТВЕТ.** Кажется, идея о том, что добавление деривативных инструментов является вредным в любом случае, находится в самом центре такого представления. Действительно, добавление деривативов к малоликвидным акциям было бы неблагоприятным просто потому, что процессу установления цены не с чего начинаться (во всяком случае, это уже установленная практика для опционов). Тем не менее, значительный рост в области торговли ценными бумагами в течение последнего десятилетия означает, что у нас огромное количество потенциальных кандидатов для фьючерсов на акции в США и по всему миру. Европейская сеть Лондонской биржи (LIFFE), например, которая является единственным истинно международным рынком в настоящий момент, уже успешно собирает ведущих мировых кандидатов от Microsoft до итальянского Telecom для своего финансового инструмента – фьючерсов на всемирные акции. В действительности, только в США, наверное, существует 1000 или более акций с потенциальной возможностью быть

включенными в список для фьючерсов на акции и, вероятно, еще по крайней мере 500 акций в Европе на момент написания книги. Сверх этого, добавьте несколько сотен (на консервативной основе) для оставшейся части мира и можно ясно видеть, что потенциальный список для SSF весьма огромен. По существу, любая акция с зарегистрированным опционом на нее, уже является ключевым кандидатом для занесения в список SSF, что дает внушительную четырехзначную цифру кандидатов по всему миру без дальнейшего расширения опционных рынков.

**ВОПРОС. Но SSF являются просто новым большим рынком для спекулянтов, правильно?**

**ОТВЕТ.** Нет. Конечно, спекулятивный капитал во всем мире также привлечен и на рынок SSF. Тем не менее, гибкость в построении спрэдов (т. е. открытие разнонаправленных позиций по схожим акциям) и простой процесс открытия коротких позиций для фьючерсов означает, что индивидуальные трейдеры и институционалы, крупные и мелкие, могут использовать огромное разнообразие стратегий для хеджирования своих существующих портфелей или будущих денежных потоков. SSF предоставляют полное разнообразие и гибкость такой сфере, как торговля ценными бумагами, и могут быть более привлекательными для неспекулянтов, хотя они весьма прибыльны и для спекулянтов тоже.

**ВОПРОС. Разве объем наличного рынка не обвалится, если фьючерсы будут весьма успешными?**

**ОТВЕТ.** В отличие от обобщенного ответа, который мы дали минуту назад, каждый должен представлять, что любой рынок состоит из чрезвычайно большого числа участников, чем просто крупные спекулянты и крупные хеджеры. Арбитражеры и маркет-мейкеры часто ищут прибыли, основанные на крошечных изменениях цены. SSF, как фьючерсы, обладают четким механизмом вычисления величины премии, который не всегда может быть точно представлен в ценах на срочных и наличных рынках. Такие возможности позволяют вступать в игру арбитражерам и уравнивать эти цены; естественно, это отразится на изменении объемов как на наличном рынке, так и на рынке деривативов.

**ВОПРОС.** Но разве SSF не могут пользоваться повышенным спросом или подвергаться злоупотреблениям так, что они окажут негативное влияние на наличный рынок?

**ОТВЕТ.** Еще одно заблуждение. В конце концов, если вдруг на одном из рынков (наличном или срочном) произойдут некие отклонения, арбитражеры тут же должны оказаться здесь, чтобы собрать свою безрисковую прибыль и вернуть все на свои места. Приняв во внимание, что Америка в течение длительного времени была родиной для многих наиболее сложных биржевых операций в мире по дериватам ценных бумаг, мы могли бы предположить, что процесс ценообразования SSF и на бирже OneChicago, и на бирже NASDAQ LIFFE даже в их самые первые дни уже стремится

быть безупречно справедливым.

**ВОПРОС.** Неправда ли, что очень высокий уровень маржи, установленный Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC) пагубно отразится на объемах в США?

**ОТВЕТ.** Да, это ключевая проблема. В Европе на большинстве рынков маржа установлена на уровне около 10 % или меньше. В США регулирующие органы установили маржу в размере 20 % скорее своим волевым решением, чем на основании некой определенной величины управления рисками. Собственно, они пытаются сгладить 50 % правительственный предел на маржу для наличных акций, и вполне справедливо, что 20 % действительно выглядят привлекательно по сравнению с тем значением. Тем не менее, ключевой проблемой остается то, что конкуренция для институционального бизнеса в виде внебиржевого рынка (OTC) все еще может создать проблему в США для рынка SSF, так как институционалы могут просто предпочесть перевести свой бизнес на внебиржевой рынок (OTC). На самом деле, они могут даже предпочесть перевести свой бизнес за границу, если найдут SSF привлекательными и, следовательно, будут присматривать для торговли Лондон или Европу, где маржа для SSF намного ниже.

**ВОПРОС.** Существует ли возможность арбитража между лондонским (LIFFE) универсальным фьючерсом на акции (USF) и чикагским (OneChicago) фью-

**черсом на отдельные акции (SSF) по одной и той же акции, скажем, Microsoft?**

**ОТВЕТ.** Безусловно, хотя здесь нет компенсации за маржу. Все-таки схожие SSF действительно торгуются на различных биржах и между ними возможен арбитраж. Тем не менее, трейдерам необходимо напомнить, что, конечно же, могут быть некие различия между контрактами. Например, на рынке США SSF поставляются в виде наличных акций. В европейской сети Euronext LIFFE, например, их SSF являются преимущественно расчетными. Кроме того, закрытие бирж в разное время (рынок европейской сети Euronext LIFFE закрывается в конце рабочего дня в Лондоне, когда еще остается несколько часов для торговли на Уолл-стрит, к примеру) означает, что арбитражерам необходимо иметь некий способ закрытия своих позиций, чтобы не подвергать себя возможному значительному базисному риску.

**ВОПРОС.** Будут ли со временем SSF на каждую акцию?

**ОТВЕТ.** Нет, потому что ключ к благополучному срочному рынку связан с ликвидностью, и существует ограниченное количество акций с достаточной ликвидностью и глубиной таких, чтобы они обладали крепкой работоспособной связью с ликвидным фьючерсом. Тем не менее, как мы упомянули выше, количество SSF, вероятно, будет значительно расти, так как даже с конца 2002 года в обстановке преобладающей депрессии на наличном рынке акций, в течение

небольшого промежутка времени рынки США без труда выпустили 1000 или более ценных бумаг по сравнению с едва лишь парой сотен на момент написания книги.

**ВОПРОС. Почему SSF не было прежде?**

**ОТВЕТ.** На самом деле, они были. В Амстердаме в 17 веке, но затем они вышли из употребления. Так как фондовые рынки окрепли, а преимущество фьючерсов на фондовые индексы и опционных инструментов стало очевидным для всех, то именно в последнее время понятие SSF вновь вышло на передний план.

**ВОПРОС. На основании Ваших знаний о новых рынках, много ли времени требуется таким рынкам, чтобы стать ликвидными?**

**ОТВЕТ.** Занимательно, что 20 лет назад срочным рынкам понадобилось около 18 месяцев, чтобы стать ликвидными и эта цифра вряд ли изменилась. Главным образом все сводится к поиску соответствующих участников и заинтересованности их в торговле. В наши дни обычно является фактом, что многие участники вынуждены ждать пока ликвидность не станет достаточно сильной, и они получают разрешение выйти на рынок. К тому времени, когда ликвидность достигает отпавных уровней, период существования рынка составляет около 18 месяцев или два года.

**ВОПРОС. Так ли уж хорошо намерение привлечь маркет-мейкеров?**

**ОТВЕТ.** Маркет-мейкеры являются хорошим дополнени-



ем любому рынку, так как они заинтересованы поддерживать минимальный спрэд между ценой спроса и предложения, и обеспечивают, чтобы все функционировало должным образом. Несомненно, на биржах Euronext LIFFE и MEFF ряд отличных маркет-мейкеров оказали весьма благоприятное воздействие этим финансовым инструментам.

**ВОПРОС. Разве SSF не является еще одним инструментом, который дает крупным хеджевым фондам способ манипулировать рынком?**

**ОТВЕТ.** Вот классический пример параноидального вопроса. Во-первых, нет серьезных оснований полагать, что слишком много хеджевых фондов действительно манипулируют рынками, увы. Тем не менее, они действительно обладают убийственной способностью заставлять рынки двигаться в их направлении, когда они находят открытую рану, которую могут заставить еще больше разложиться. Несомненно, SSF являются просто деривативами и, как и любые другие деривативы, их можно купить или продать, и рано или поздно они займут то место, которое рынок воспримет в качестве их ценности. В случае гигантских всемирных корпораций, на которых основываются SSF, то требуется гораздо больше, чем один человек или даже группа фондов-заговорщиков, чтобы постоянно двигать их акцию. Ликвидность всемирного рынка ценных бумаг весьма велика а с SSF, по сути связанных с наличными акциями, под рукой будут иметься поразительные арбитражные возможности, если на этих двух

рынках произойдут значительные отклонения.

**ВОПРОС.** Не смогут ли SSF просто перетащить ликвидность с фондового рынка?

**ОТВЕТ.** Как ни странно, факты свидетельствуют о том, что SSF фактически увеличивают ликвидность на основном рынке. Так произошло с биржевыми товарами и, возможно, наиболее остро со многими инструментами денежного рынка. У казначейских обязательств спрэд между ценой спроса и предложения мог быть в сто пунктов перед выпуском фьючерсов на казначейские обязательства, сейчас спрэд в 1/32 считается абсолютной нормой. Когда LIFFE выпустили свои фьючерсы на трехмесячные стерлинговые депозиты, на рынке царил некий скептицизм с тем, что наличные деньги будут достаточно ликвидными, чтобы совладать с фьючерсами. В действительности, наличный рынок обнаружил, что становится гораздо глубже и ликвиднее, чем можно было себе представить до рождения срочной биржи LIFFE. Точно такой же эффективный цикл может реализоваться и с SSF.

**ВОПРОС.** Как они могут принести пользу вдовам и сиротам или их консервативным инвесторам, которые избегают деривативов?

**ОТВЕТ.** Ну, для начала на наличном рынке добавление SSF приводит к увеличению ликвидности, а так как связанные цены (например, спрэд между спросом и предложением, и т. д.) являются по существу самыми высокими ценами, которые претерпевали инвесторы, то справедливо сказать, что

даже не прикасаясь к SSF, наиболее консервативные инвесторы будут использовать преимущество на наличном рынке.

**ВОПРОС. Что лучше: зачет или физическая поставка акций?**

**ОТВЕТ.** В полном смысле вопрос на миллион долларов. Когда LIFFE первой предложила выпустить международные универсальные фьючерсы на акции, они провели огромное количество консультаций с потенциальными пользователями в 2000 году. В то время не было абсолютно никакого предпочтения между физической поставкой или наличным расчетом среди возможных конечных пользователей. Теперь, после выпуска в США контрактов на физическую поставку, кажется, что барометр указывает на увеличивающееся количество физических поставок. Биржа LIFFE выпустила свои первые контракты на физическую поставку 21 ноября 2002 года, принимая во внимание тот факт, что некоторые процедуры окончательного расчета работают лучше при договоренностях на физическую поставку. В целом, окончательный вердикт пока не вынесен и вполне вероятно, что первоначальная концепция LIFFE на расчет для мелких, ориентированных на розничное использование, контрактов и на физическую поставку акций для более крупных контрактов, ориентированных на институционалов, еще наберет популярности. В данный момент, всей индустрии SSF необходимо достичь адекватной ликвидности для своих контрак-

тов, чтобы позволить быстрое распространение предлагаемому инструменту – мы ожидаем, что к началу 2004 года проблемы физической поставки против расчета будут, наконец, урегулированы и, более, чем вероятно, с победой физической поставки (не считая возможные мини-контракты, предназначенные на мелких инвесторов).

# 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.