

**Федеральное государственное бюджетное образовательное  
учреждение высшего образования  
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА  
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ  
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

**Данилов Ю.А.**

**Анализ развития российского рынка производных  
финансовых инструментов**

**Москва 2018**

**Аннотация.** В работе исследуются проблемы развития российского рынка производных финансовых инструментов. Представлены результаты расчетов основных количественных показателей развития этого рынка, включая основные структурные параметры. Выявлены основные препятствия и сформулированы предложения по их преодолению. Исследованы факторы, предопределяющие формирование иностранных рынков производных финансовых инструментов на российские активы, и факторы, способствующие возвращению этих рынков в российскую юрисдикцию. Сформулированы предложения по дальнейшему развитию рынков производных финансовых инструментов в России.

Данилов Ю.А. ведущий научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2017 год

## Содержание

Введение .....	5
Глава 1. Уточнение определения производных финансовых инструментов.....	7
1.1. Подходы международных организаций .....	7
1.2. Определения производных финансовых инструментов в законодательстве отдельных стран.....	9
1.3. Краткие выводы из анализа международного опыта определения производных финансовых инструментов .....	12
1.4. Юридическое определение производных финансовых инструментов в России .....	15
1.5. Противоречие между экономической природой производных финансовых инструментов и их юридическим признанием .....	17
Глава 2. Количественный анализ развития рынка производных финансовых инструментов в России .....	19
2.1. Оценка емкости биржевых рынков производных финансовых инструментов России .....	19
2.2. Оценка ликвидности биржевых рынков производных финансовых инструментов России (в части срочного рынка) .....	25
2.3. Оценка соотношения биржевых рынков производных финансовых инструментов и биржевых рынков соответствующих базисных активов .....	26
2.4. Оценка емкости внебиржевых рынков производных финансовых инструментов в России.....	33
2.5. Анализ структурных характеристик срочных рынков в Российской Федерации ..	38
2.6. Сопоставление структуры рынка производных финансовых инструментов России с зарубежными аналогами .....	50
Глава 3. Основные препятствия для дальнейшего развития срочных рынков в Российской Федерации .....	55
3.1. Общая классификация препятствий для развития срочных рынков в Российской Федерации .....	55
3.2. Детализация отдельных препятствий для развития срочных рынков в Российской Федерации .....	62
4.1. Перечень иностранных производных финансовых инструментов на российские активы .....	70
4.2. Основные факторы, предопределяющие формирование и перераспределение рынков производных финансовых инструментов на российские активы между юрисдикциями .....	76
Глава 5. Предложения по развитию рынков производных финансовых инструментов в Российской Федерации .....	81
5.1. Предложения по развитию концептуальных основ законодательного регулирования рынков производных финансовых инструментов в Российской Федерации .....	81

5.2. Предложения по развитию срочных рынков .....	85
5.3. Предложения по развитию рынков прочих производных финансовых инструментов .....	90
Заключение.....	96
Список использованных источников.....	98

## **Введение**

Срочные рынки в России традиционно отличались высокой динамикой роста количественных показателей и быстрым качественным развитием в течение последних 15 лет, и особенно в период 2001 – 2008 гг. Но в последние годы они снизили динамику развития, так и не достигнув емкости срочных рынков в других странах. В структуре срочных рынков, наряду с положительными изменениями, постепенно накапливаются диспропорции. Важной проблемой является отсутствие сегментов, крайне значимых для выполнения основной макроэкономической функции этого рынка – функции трансформации рисков. В целом современное состояние рынка производных финансовых инструментов (деривативов) в России характеризуется наличием ряда значительных препятствий для дальнейшего развития.

При наличии динамично развивавшихся срочных рынков в России практически отсутствуют иные сегменты рынка производных финансовых инструментов. Рынки прочих видов производных финансовых инструментов (кредитные деривативы; инструменты секьюритизации) на российские активы, а также срочные рынки на основные товары российского экспорта (фьючерсы на нефть, газ, металлы) развиваются в значительной части за рубежом, формируя центры ценообразования за пределами Российской Федерации. В то же время нельзя игнорировать наметившуюся тенденцию к возвращению части рынков производных финансовых инструментов на российские активы в российскую юрисдикцию, что стало следствием, в том числе, активной работы по формированию необходимой законодательной базы для функционирования таких рынков. Но при этом активно растущий сегмент внутреннего рынка структурных продуктов характеризуется повышенным уровнем инвестиционного риска.

Развитие рынков производных финансовых инструментов исключительно важно в период накопления и усложнения рисков различной

природы, так как именно данные инструменты являются одним из наиболее эффективных механизмов хеджирования. Спектр базисных активов, по которым может осуществляться хеджирование на срочных рынках в России, тем не менее, остается крайне незначительным, его расширение в последние годы не привело к появлению новых ликвидных сегментов срочного рынка, пригодных для хеджирования крупных экономических агентов.

Существует достаточно большое количество литературы, затрагивающей вопросы функционирования рынков производных финансовых инструментов. Однако существующая русскоязычная литература в области проблем развития рынков производных финансовых инструментов в значительной своей части изобилует устаревшими данными и не соответствующими реальности представлениями. Кроме того, существуют крайне значительное расхождение во взглядах на проблемы этого рынка со стороны юристов, финансистов и исследователей реального сектора экономики. Особенностью русскоязычной литературы в области проблематики производных финансовых инструментов является ориентация авторов на различные зарубежные модели правового обеспечения данного рынка, которые, строго говоря, могут друг другу противоречить. Перенос в российские условия без должного анализа сложившиеся в отдельных странах закономерности, авторы приходят иногда к противоречащим друг другу выводам.

В рамках настоящей работы нами были использованы мнения и размышления профессиональных участников данного рынка, которые позволили увидеть многие детали принципиально в ином свете, нежели в ранее опубликованных работах. Автор выражает благодарность всем поделившимся своими мыслями о проблемах рынка производных финансовых инструментов и подходах к их решению. Благодарность адресована также Д.Пивоварову и Е.Кадыковой, осуществившим сбор и обработку обширных материалов для данного доклада.

# **Глава 1. Уточнение определения производных финансовых инструментов**

## **1.1. Подходы международных организаций**

Описание границ множества производных финансовых инструментов содержит Справочник по статистике ценных бумаг, подготовленный совместно Международным валютным фондом (МВФ), Банком международных расчетов (БМР) и Европейским центральным банком (ЕЦБ) и изданный МВФ [1].

Данный Справочник касается в основном определения ценных бумаг и стандартов статистического учета операций с ценными бумагами. Но его полезность для определения производных финансовых инструментов предопределяется тем, что во многих случаях сущность ценной бумаги оказывается пограничной с сущностью производного финансового инструмента, а в отдельных случаях ценная бумага одновременно рассматривается как производный финансовый инструмент. Особая значимость данного Справочника связана с тем, что это единственное официальное издание международных финансовых организаций, в котором затрагивается проблематика определения производных финансовых инструментов.

В широком определении структурированная ценная бумага представляет собой ценную бумагу, основанную на едином инструменте (ценной бумаге или финансовом производном инструменте), или основанную на корзине ценных бумаг или финансовых производных инструментов, или основанную на индексе, товаре или валюте [1, p.113]. Структурированная долговая ценная бумага обычно сочетает свойства долговой ценной бумаг или корзины долговых ценных бумаг с финансовым производным инструментом, или корзиной финансовых деривативов. Этот финансовый дериватив или корзина деривативов, как правило, встроены в

структурированную ценную бумагу и, следовательно, неотделимы от долговой ценной бумаги.

Когда компоненты долговой ценной бумаги и производных финансовых инструментов отделяются друг от друга, они должны классифицироваться соответствующим образом. Однако, если они не могут быть отделены, инструмент должен оцениваться и классифицироваться в соответствии с его первичными характеристиками либо как долговая ценная бумага, либо как производный финансовый инструмент [1, р.20].

Терминологическая конструкция для описания рынка производных финансовых инструментов, разделяемая большинством глобальных участников финансовых рынков, зафиксирована в глоссарии Международной федерации бирж (WFE), к которой в 2002 году присоединилась Международная ассоциация участников опционных рынков (ИОМА).

В соответствии с данным глоссарием, производный финансовый инструмент (дериватив, Derivative) – это финансовый инструмент, который позволяет инвесторам снижать свои риски посредством покупки, продажи или обмена базовых активов по обговоренной цене в некоторую дату в будущем, также определенную в контракте. Самые распространенные деривативы (с точки зрения их вида): фьючерсы, опционы, варранты и свопы.

В исследовании [2] деривативы разделены на группы, в зависимости от базисного актива. Основными базисными активами производных финансовых инструментов признаются: акции одного конкретного эмитента (Single equity), фондовые индексы (Equity indices), торгуемые на бирже фонды (Exchange Traded Funds), краткосрочные процентные ставки (Short-term interest rates - STIR), долгосрочные процентные ставки (Long-term interest rates - LTIR), валюты (Currencies), товары (Commodities).

Другой крупнейшей международной организацией, объединяющей участников рынков производных финансовых инструментов, является Международная ассоциация по свопам и деривативам (ISDA). В



соответствии с формулировкой миссии, она способствует безопасным и эффективным рынкам деривативов для содействия эффективному управлению рисками для всех пользователей производных финансовых продуктов. ISDA на своем сайте [3] выделяет 4 группы деривативов: валютные деривативы, деривативы на процентные ставки, деривативы на акции и кредитные деривативы (FX derivatives, interest rates derivatives, equity derivative and credit derivatives).

В соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО), производный финансовый инструмент порождает права и обязанности, соответствующие тем, которые возникают при передаче одной стороной по договору инструмента другой его стороне одного или нескольких финансовых рисков, присущих базовому первичному финансовому инструменту. Стандарт 32 МСФО разделяет все финансовые инструменты на первичные инструменты (такие как дебиторская задолженность, кредиторская задолженность и долевыми инструментами), и на производные финансовые инструменты (такие как финансовые опционы, фьючерсы и форвардные договоры, процентные и валютные свопы) [4].

## **1.2. Определения производных финансовых инструментов в законодательстве отдельных стран**

В США определение деривативов приводится в своде федеральных нормативных актов [5], в котором включено пояснение Комиссии по торговле товарными фьючерсами (CFTC) к закону о торговле ценными бумагами от 1934 года. Особенностью американского законодательства является признание производных финансовых инструментов (деривативов) не просто финансовыми инструментами, а ценными бумагами. Термин производная ценная бумага означает опцион, варрант, конвертируемую ценную бумагу, право на прирост фондовой стоимости ценной бумаги, или другое право на привилегированное осуществление сделки или конверсии

ценной бумаги со стоимостью, которая соотносится со стоимостью долевого ценной бумаги или другой ценной бумаги, стоимость которой соотносится со стоимостью долевого ценной бумаги.

В Великобритании законодательное определение деривативов содержится в Законе 2000 года о финансовых услугах и рынках [6]. Производный финансовый инструмент определяется через классификацию трёх его видов: опцион, фьючерс и контракт на изменение цены. В отличие от США, производные финансовые инструменты понимаются здесь как контракты, при этом особое внимание уделяется не столько отделению производных финансовых инструментов от ценных бумаг, сколько отделению их, понимаемых как инвестиционные контракты, от коммерческих контрактов.

В Южной Корее, в которой функционирует один из крупнейших в мире национальный рынок производных финансовых инструментов, их определение содержится в Законе о финансовых услугах и рынке капитала 2002 года [7]. Термин «деривативы» означает контрактные права, которые соответствуют утверждениям:

1. Контракт, в котором есть договоренность доставить денежные средства (или другое средство обращения) в определенное время в будущем, принимая во внимание лежащие в основе контракта активы, их цену, процентную ставку или индикатор/единицы измерения/индекс, основанные на перечисленных факторах.

2. Контракт, в котором есть договоренность, что каждая сторона по своей воле предоставит право совершить транзакцию поставки или принятия денежных средств (или другого средства обращения), принимая во внимание лежащие в основе контракта активы, их цену, процентную ставку или индикатор/единицы измерения/индекс, основанные на перечисленных факторах.

3. Контракт, в котором есть договоренность обменять денежные средства (или другое средство обращения) в течение определенного промежутка времени в будущем и по заранее обговоренной цене, принимая во внимание лежащие в основе контракта активы, их цену, процентную ставку или индикатор/единицы измерения/индекс, основанные на перечисленных факторах.

Данные положения не могут применяться к инвестиционным финансовым инструментам, которые регулируются, как ценные бумаги.

В Германии определение производных финансовых инструментов содержится в Законе о торговле ценными бумагами 1998 года [8]. В соответствии с ним к производным финансовым инструментам относятся:

1. Контракты обязательного исполнения или опционные контракты в форме приобретения, обмена (swar) или других форм, которые могут возникнуть в будущем, и чья ценность может быть прямо или косвенно привязана к ценности базисного инструмента, при этом в качестве последнего могут рассматриваться только определенные классы активов.

2. Фьючерсные или форвардные транзакции, которые могут основываться на товаре, перевозочных тарифах, разрешениях на выброс отходов, климатических или других природных переменных, темпах инфляции или других экономических переменных или других активах, индикаторов и мер, которые соответствуют определенным требованиям.

3. Финансовые контракты на изменение стоимости.

4. Контракты обязательного исполнения или опционные контракты в форме приобретения, обмена (swar) или других форм, которые могут быть исполнены в будущем с целью уменьшения кредитного риска (кредитные деривативы).

5. Фьючерсы и форвардные транзакции, базисные активы которых которые особо указаны в нормативном акте регулятора (природные переменные, индекс, пропускная способность каналов связи и т.д.).

В Японии определения деривативов присутствуют в Законе о финансовых инструментах и биржах [9]. В них деривативы описываются как транзакции (сделки), договора которых соответствуют определенным условиям, зафиксированным в законодательстве.

В Индии определение деривативов закреплено в Законе о Резервном Банке Индии 1934 года [10]. Дериватив означает инструмент, который может/должен быть исполнен в будущем, чья ценность основывается на разнице в процентной ставке, валютном курсе, кредитном рейтинге или кредитном индексе, стоимости ценной бумаги или комбинации данных показателей. В класс деривативов включаются также свопы процентных ставок, соглашения о будущей процентной ставке, валютные свопы, валютные опционы и другие инструменты, которые могут быть определены в качестве деривативов Резервным Банком Индии.

Деривативами в Индии признаются:

- ценная бумага, стоимость которой основана на долговом инструменте, займе, рисковом инструменте или контракте на изменение цены или других форм ценных бумаг;
- контракт, стоимость которого основана на цене или индексе цен базисной ценной бумаги;
- товарный дериватив (контракт на поставку или на изменение цены);
- другие инструменты, которые могут быть обозначены правительством в качестве производных финансовых инструментов.

### **1.3. Краткие выводы из анализа международного опыта определения производных финансовых инструментов**

Необходимо отметить, что международный опыт демонстрирует определенное разнообразие подходов к определению природы производных финансовых инструментов. Вместе с тем можно выделить следующие

наиболее типовые подходы к описанию производных финансовых инструментов:

1) Описание производного финансового инструмента (дериватива) как контракта (договора) – реализовано в Великобритании, Германии и Южной Корее, а также в документах международной организации ИОМА и в рамках МСФО. К этому же типу мы относим описание производного финансового инструмента как транзакции (сделки), несмотря на то, что существует разграничение между понятиями «сделка» и «договор» – реализовано в Японии, а также в документах международной организации ISDA.

2) Описание производного финансового инструмента (дериватива) как ценной бумаги – реализовано в США (с существенным расширением понятия производных инструментов за счет включения в данный класс других ценных бумаг, в других странах к производным не относящихся).

3) Комбинированное описание производного финансового инструмента (дериватива): частично как ценной бумаги, и частично как контракта - реализовано в Индии.

В тех случаях, когда в рамках класса производных финансовых инструментов объединяются и договора, и ценные бумаги, активно используется термин «инструмент», который принципиально соотносится и с договорами, и с ценными бумагами. Этот термин используется в законодательстве различных стран для описания ценных бумаг, сделок, договоров, относящихся к финансовому рынку. Кроме того, понятие «инструмент» активно используется, например, в МСФО, как не противоречащее конструкциям, используемым в национальных правовых системах. При этом понятие «финансовый инструмент» в рамках терминологии МСФО означает договор, а понятие «долевой инструмент» - акцию или иную долю в компании, также рассматриваемую как договор.

Спектр инструментов, относимых к производным финансовым инструментам, также весьма вариативен в зависимости от юрисдикции, при этом международные организации сосредоточены в основном на наиболее распространенных в мире типах производных финансовых инструментов. Но вместе с этим необходимо отметить, что существует достаточно четко определенное ядро из 4 групп инструментов, понимаемых как производные финансовые инструменты в большинстве стран: валютные деривативы, деривативы на процентные ставки, деривативы на акции и кредитные деривативы.

Соответственно, и классификация производных финансовых инструментов, имеющая значительные национальные особенности, тем не менее, обнаруживает свои типовые принципы организации, сводимые, на наш взгляд, к одному из 2 подходов:

- классификация на основе видов (типов сделок; видов контрактов) производных финансовых инструментов;
- классификация на основе базисных активов.

Оба эти подхода легко комбинируются друг с другом.

Многие страны описывают производные финансовые инструменты, делая исключение применительно к отдельным видам контрактов/сделок/ценных бумаг, в отношении которых специально оговаривается, что такие инструменты (контракты/сделки/ценные бумаги) к производным инструментам не относятся.

Традиционным является также подход к определению производных финансовых инструментов, предполагающий незакрытый список их видов или типов, при этом во многих странах законодательно определяется орган, который может своим решением определить тот или иной инструмент, не перечисленный в законодательстве, в качестве производного финансового инструмента.

#### **1.4. Юридическое определение производных финансовых инструментов в России**

Детальное законодательное определение производного финансового инструмента появилось в России только в 2009 году, когда в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» была введена специальная часть. В соответствии с этим законом производный финансовый инструмент – разновидность финансового инструмента [11, ст.2, ч.28]. При этом, исходя из того, что законом определено, что финансовым инструментом может быть либо ценная бумага, либо производный финансовый инструмент, мы понимаем, что российский законодатель вышел на ту же проблему, что и эксперты МВФ, - проблему отделения производных финансовых инструментов от ценных бумаг. Следует признать, что в российском законодательстве грань между ценными бумагами и производными финансовыми инструментами проведена, во-первых, более жестко, и во-вторых, российская версия такого деления предполагает относительно меньшее поле для производных финансовых инструментов.

Производный финансовый инструмент в российском законодательстве определяется как договор: «Производный финансовый инструмент - договор, за исключением договора репо, предусматривающий...» [11, ст.2, ч.29]. В еще более явной форме характеристики производных финансовых инструментов как договоров присутствуют в Федеральном законе от 21.11.2011 N 325-ФЗ "Об организованных торгах" [12]. Таким образом, российские законодатели в данном аспекте взяли за образец подход, реализованный большинством стран и международных организаций.

Следует отметить, что по сравнению с законодательными определениями производных финансовых инструментов в других странах, российское описание перечня возможных базисных активов достаточно широко, что является позитивным фактором для развития рынка производных финансовых инструментов в России.

Виды производных финансовых инструментов законодательно в России не определены, эту задачу выполняют подзаконные нормативные акты. В настоящее время определению видов производных финансовых инструментов и их классификации посвящен отдельный нормативный документ - Указание Банка России от 16.02.2015 N 3565-У «О видах производных финансовых инструментов». Данный нормативный акт воспроизводит перечень активов и показателей, которые могут быть базисными активами производных финансовых инструментов, фактически дублируя положения закона о рынке ценных бумаг, но в расширительном контексте и уточняя положения закона. Одновременно он описывает следующие основные виды производных финансовых инструментов: опцион, фьючерс, форвард, своп. Вместе с тем он позволяет конструировать производный финансовый инструмент с использованием и иных существенных условий, нежели перечисленные в данном нормативном акте.

Детализация нормативных актов осуществляется в правилах биржевой торговли, утвержденных биржами.

С 2011 года в России важнейшим элементом системы правового регулирования операций с производными финансовыми инструментами стали общепринятые в мире механизмы Master Agreement, т.е. стандартных документов, регламентирующих все существенные моменты сделок, остающиеся за пределами законодательной и подзаконной нормативной сферы регулирования. Наиболее активно используемым документом такого рода в России стала Стандартная документация для срочных сделок на внебиржевом рынке. По итогам 2016 года Стандартная документация имела рэнкинг важности (используемости) 7,3 (по шкале от 10 (макс.) до 0 (мин.)). ISDA Master Agreement имела аналогичный рэнкинг на уровне 5,7, а иные разработки юридических фирм и/или внутрибанковских юристов – 4,5 [13, с.30]. Стандартная документация была разработана по инициативе АРБ, НАУФОР и НБА в 2011 году [14]. Редакция 2011 года была согласована



НАУФОР с ФСФР России. Впоследствии в данную редакцию вносились незначительные изменения.

Данная Стандартная документация распространяется на все известные в России виды договоров, признаваемых производными финансовыми инструментами, а также отдельные договоры, не являющиеся производными финансовыми инструментами. Виды производных финансовых инструментов, на которые распространяется действие норм Стандартной документации, специально в ней поименованы.

### **1.5. Противоречие между экономической природой производных финансовых инструментов и их юридическим признанием**

На наш взгляд, серьезная проблема для развития рынков производных финансовых инструментов в России – расхождение между кругом финансовых инструментов, являющихся производными финансовыми инструментами в силу своей экономической природы (включая природу формируемых ими рисков), и кругом инструментов, понимаемых в качестве производных финансовых инструментов действующими в России нормативными актами. Система правового регулирования рынков производных финансовых инструментов, сложившаяся в России, концептуально опирается на лучшие зарубежные модели, но вместе с тем на определенном этапе развития этого рынка данная система становится препятствием в силу недостаточной гибкости ее отдельных конструкций.

Причина данной проблемы состоит в том, что в российском законодательстве производные финансовые инструменты фактически противопоставляются ценным бумагам: в соответствии со ст. 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» финансовый инструмент может трактоваться либо как ценная бумага, либо как производный финансовый инструмент. Это обстоятельство несет определенный потенциал сдерживания развития рынков производных финансовых инструментов в России, однако

необходимо признать, что этот потенциал может реализовываться на более поздних этапах развития национального финансового рынка. Вместе с тем в настоящее время уже проявляются негативные следствия жесткой альтернативности подхода российского законодательства к классификации финансовых инструментов – например, в случае структурных продуктов они заключаются в повышенных рисках инвесторов, покупавших финансовые инструменты, являвшихся ценными бумагами с точки зрения законодательства, но несущих риски, более свойственные для высокорисковых производных финансовых инструментов.

С точки зрения признания/непризнания в качестве производных финансовых инструментов российскими нормативными актами все производные финансовые инструменты, выпущенные или могущие быть выпущенными на российские активы, подразделяются на три категории:

- признаваемые в качестве производных финансовых инструментов российскими нормативными актами с прямым упоминанием типа производных финансовых инструментов в тексте нормативных актов (фьючерсы, форварды, опционы, свопы);

- признаваемые в качестве производных финансовых инструментов российскими нормативными актами через их соответствие условиям и описаниям, содержащимся в нормативных актах, т.е. инструменты, которые могут быть квалифицированы в качестве производных финансовых инструментов (кредитные деривативы; климатические деривативы; возможно, эмиссионные деривативы);

- не признаваемые российскими нормативными актами в качестве производных финансовых инструментов (структурные продукты, включая продукты секьюритизации; ETF; депозитарные расписки; простые и двойные складские свидетельства).

## **Глава 2. Количественный анализ развития рынка производных финансовых инструментов в России**

### **2.1. Оценка емкости биржевых рынков производных финансовых инструментов России**

Стоимость открытых позиций на биржевом срочном рынке России устойчиво росла все годы существования этого рынка, за исключением кризиса 2008 года, когда произошло ее крайне резкое падение. Срочный рынок, с точки зрения показателя выраженной в рублях стоимости открытых позиций, восстановился после кризиса в 2010 году, после чего продолжил динамичный рост. Стоимость открытых позиций по итогам 2016 года в 4,5 раза превысила аналогичный показатель предкризисного 2007 года (см. таблицу 1).

Таблица 1 – Стоимость открытых позиций на биржевом срочном рынке Российской Федерации

Год	В млрд. руб.	В % к ВВП		Год	В млрд. руб.	В % к ВВП
2001	0,5	0,006%		2009	84,6	0,218%
2002	1,2	0,011%		2010	175,1	0,378%
2003	2,2	0,017%		2011	219,0	0,392%
2004	7,9	0,047%		2012	270,8	0,433%
2005	21,1	0,098%		2013	389,9	0,585%
2006	84,7	0,315%		2014	457,3	0,587%
2007	141,7	0,426%		2015	590,1	0,730%
2008	40,4	0,098%		2016	639,0	0,743%

Источники: рассчитано по данным Московской биржи.

Несмотря на динамичный рост выраженной в рублях стоимости открытых позиций, к настоящему времени срочный рынок все еще крайне мал в сопоставлении с экономикой в целом.

Более объективным показателем емкости срочного рынка является объем открытых позиций, выраженный в количестве открытых контрактов, так как в данном случае исключается влияние факторов, связанных с девальвацией национальной валюты. Вместе с тем такая форма представления данного показателя не позволяет его сопоставлять с прочими стоимостными показателями.

Оценка открытых позиций, выраженная в количестве контрактов, возможна, начиная с 2009 года. Именно с этого года существуют ряды данных показателей, сформированные Московской биржей на основе данных объединившихся в эту биржу ранее существовавших бирж ММВБ и РТС. Результаты этой оценки приведены в таблице 2.

Таблица 2 – Объем открытых позиций на биржевом срочном рынке Российской Федерации (в количестве контрактов)

Год	Контрактов		
	всего	фьючерсов	опционов
2009	3090	2221	869
2010	5021	4134	888
2011	5627	4879	748
2012	7595	6318	1277
2013	10467	8105	2361
2014	9427	5960	3466
2015	9033	5590	3443
2016	9568	5802	3766
31/10/2017	14008	9153	4855

Источник: Московская биржа.

Показатель количества открытых контрактов на биржевом срочном рынке России указывает на достижение максимума в 2013 году, после чего

произошло снижение данного показателя (прямое сопоставление данных конца октября 2017 года с данными конца 2013 года некорректно, так как на количество открытых контрактов влияют как время, прошедшее после максимума объема экспирации контрактов<sup>1</sup>, так и фактор конца года, обусловленный недостатками политики учета и резервирования). Как представляется, такое поведение данного показателя учитывает общий уровень экономического развития, который начал сокращаться в 2014 году, а также фактор ухода иностранных инвесторов с финансового рынка Российской Федерации в результате санкций.

Вместе с тем необходимо отметить исключительно позитивную тенденцию к росту количества открытых опционных контрактов, которая в целом господствует на протяжении всего периода наблюдения 2009 – 2017 гг. Это указывает, с одной стороны, на все более активное использование биржевого срочного рынка экономическими агентами в качестве инструмента хеджирования рыночных рисков, а с другой стороны, - на появление все большего объема ресурсов в распоряжении финансовых организаций, которые могут быть использованы с целью принятия этими организациями на себя рисков прочих экономических агентов.

Оценка емкости биржевых рынков производных финансовых инструментов через показатели объема торговли, также, как и оценка емкости данных рынков через показатели открытых позиций, в части срочных рынков произведена нами на основе двух показателей – стоимостной оценки<sup>2</sup> и количества контрактов.

---

<sup>1</sup> Максимумы объема экспирации контрактов приходятся на середину марта, июня, сентября и декабря каждого года, что обусловлено спецификациями контрактов. Поэтому объем открытых позиций на конец декабря, отстоящий от максимума экспирации на 5 – 10 торговых сессий, будет заведомо ниже (при отсутствии резких изменений конъюнктуры), чем объем открытых позиций на конец октября того же года, отстоящий от максимума экспираций на 27 – 32 торговые сессии.

<sup>2</sup> К сожалению, в России не происходит сбора и раскрытия информации о величине валовой рыночной стоимости производных финансовых инструментов в обращении, поэтому стоимостная оценка может быть дана только на основе нотиональной стоимости (notional value).

Динамика стоимостного объема биржевой торговли производными финансовыми инструментами в России приведена в таблице 3.

Таблица 3 - Стоимостной объем биржевой торговли производными финансовыми инструментами в России, млрд. руб.

Год	Фьючерсы	Опционы	Срочный рынок - всего	Стандартизированные ПФИ	Всего все ПФИ
2001	8	0	8	-	8
2002	102	1	103	-	103
2003	203	12	215	-	215
2004	308	27	335	-	335
2005	604	79	684	-	684
2006	2 322	311	2 633	-	2 633
2007	5 978	1 300	7 278	-	7 278
2008	12 746	1 763	14 509	-	14 509
2009	14 349	507	14 857	-	14 857
2010	29 545	1 364	30 909	-	30 909
2011	53 020	3 770	56 791	-	56 791
2012	46 760	3 209	49 969	-	49 969
2013	44 588	4 017	48 605	1	48 606
2014	55 566	5 749	61 316	1	61 317
2015	90 231	3 482	93 713	4	93 717
2016	109 489	5 782	115 271	18	115 289
2017 (10 мес.)	65 270	5 704	70 974	85	71 059

Примечание. Данные 2001 – 2007 гг. приводятся без учета стоимости сделок с процентными и валютными фьючерсами, доля которых была невелика.

Источники: рассчитано по данным Московской биржи.

В части биржевых рынков производных финансовых инструментов в России с 2013 года развивается не только срочный рынок, но и рынок стандартизированных производных финансовых инструментов, который также учитывается нами в суммарном стоимостном объеме торговли производными финансовыми инструментами. Следует отметить, что рынок стандартизированных производных финансовых инструментов не имеет оценки по количеству контрактов. Ввиду того, что сектор стандартизированных производных финансовых инструментов находится в зародышевом состоянии, он не оказывает сколь-нибудь заметного влияния на совокупный объем биржевой торговли производными финансовыми инструментами в России.

Стоимостной объем биржевых сделок с производными финансовыми инструментами в 2016 году вырос в 7,9 раз по сравнению с показателем 2008 года (последний год в ретроспективе, сравнение с которым может проводиться по одному и тому же набору инструментов срочного рынка).

Следует отметить, что на промежутке 2008 – 2016 гг. наблюдался период сокращения показателя стоимости биржевых сделок с производными финансовыми инструментами – с 2011 года. Как представляется, причиной этого стало общее ухудшение динамики социально-экономического развития Российской Федерации с этого года, повлекшее значительный отток иностранных инвесторов с внутренних финансовых рынков. Преодолеть уровень 2011 года удалось только в 2014 году, но и в значительной мере благодаря обесцениванию рубля. Если ориентироваться на долларовые оценки стоимости биржевых сделок с производными финансовыми инструментами, то следует признать, что уровень 2011 года не удалось преодолеть и в 2016 году.

Результаты оценки стоимости биржевой торговли производными финансовыми инструментами, выраженной в количестве контрактов, ставшими предметами сделок, представлены в таблице 4.

Показатель стоимости торговли на срочном рынке, выражаемый в количестве контрактов, считается наиболее объективным, так как он избегает недостатков, связанных с динамикой национальной валюты, позволяя, вместе с тем, делать международные сопоставления.

Таблица 4 - Объем биржевой торговли производными финансовыми инструментами в России, тыс. контрактов

Год	Фьючерсы	Опционы	Срочный рынок - всего
2009	473 066	19 926	492 992
2010	625 658	23 776	649 434
2011	1 052 717	44 932	1 097 649
2012	1 019 093	42 095	1 061 187
2013	1 080 610	53 867	1 134 477
2014	1 324 579	88 671	1 413 250
2015	1 610 525	48 205	1 658 730
2016	1 890 961	72 532	1 963 493
2017 (10 мес.)	1 264 717	70 523	1 335 240

Рассчитано по данным Московской биржи.

С точки зрения данного показателя срочный рынок в России демонстрирует высокие темпы роста в 2014 – 2016 гг. после относительно стабильного периода в 2011 – 2013 гг., когда отток иностранных инвесторов постепенно восполнялся приходом на данный рынок внутренних инвесторов. Объем торговли на срочном рынке Московской биржи, выраженный в контрактах, вырос в 2016 году на 73% по сравнению с уровнем 2013 года.



## **2.2. Оценка ликвидности биржевых рынков производных финансовых инструментов России (в части срочного рынка)**

Оценить ликвидность биржевых рынков производных финансовых инструментов и тенденции ее изменения можно только в части срочного биржевого рынка. Учитывая особенности срочного рынка, оценку ликвидности этого рынка и тенденций ее изменения можно получить путем соотнесения объема торговли и объема открытых позиций. Такие соотношения можно получить, используя как показатели объема торговли и стоимости открытых позиций в стоимостном выражении, так и показатели объема торговли и стоимости открытых позиций, выраженные в количестве контрактов. Результаты расчетов данных показателей за период 2009 – 2016 гг. приведены в таблице 5.

Таблица 5 – Соотношения между годовым объемом торговли производными финансовыми инструментами и открытыми позициями на конец года на Московской бирже

Год	В стоимостном выражении			В количестве контрактов		
	Всего	фьючерсы	опционы	Всего	фьючерсы	опционы
2009	176	214	29	160	213	23
2010	177	220	33	129	151	27
2011	259	311	78	195	216	60
2012	185	234	45	140	161	33
2013	125	185	27	108	133	23
2014	134	204	31	150	222	26
2015	159	267	14	184	288	14
2016	180	341	18	205	326	19

Источник: Московская биржа.

При любом способе измерения ликвидности ее наивысший уровень достигался в 2011 году, после чего ликвидность существенно снижалась в 2013 – 2014 гг. Последние годы демонстрируют тенденцию к росту ликвидности российского срочного биржевого рынка.

Следует отметить, что фьючерсы намного более ликвидный инструмент, чем опционы. При этом ликвидность опционов демонстрирует тенденцию к снижению не только в 2013 – 2014 гг., но и в последующие годы. Безусловно, низкая ликвидность опционного рынка – одна из проблем срочного рынка в России, серьезно сокращающая возможности хеджирования с помощью таких инструментов.

### **2.3 Оценка соотношения биржевых рынков производных финансовых инструментов и биржевых рынков соответствующих базисных активов**

Существует устойчивое представление о том, что в современных условиях на финансовых рынках с достаточным уровнем эффективности основной объем сделок с финансовыми инструментами совершается на срочных рынках, в то время как спот-рынки выступают в качестве основной площадки, на которой формируются справедливые цены, но не концентрируют наибольший объем ликвидности. В рамках настоящей работы мы проверили, насколько данное представление соответствует реалиям современного российского финансового рынка. Кроме того, были сделаны соответствующие расчеты по некоторым другим странам, по которым существует соответствующая необходимая информация.

Методологически корректно сопоставлять объем сделок на рынках с одним и тем же классом активов. Из всех сегментов срочного рынка Российской Федерации такое методологически корректное сопоставление может быть проведено только в отношении рынка акций и валютного рынка. На рынке акций спот-рынку соответствует два продуктовых сегмента

срочного рынка: 1) фьючерсы и опционы на отдельные акции и 2) фьючерсы и опционы на фондовые индексы. На валютном рынке на Московской бирже сложилось трехзвенное деление: 1) спот-рынок; 2) сделки своп; 3) срочный валютный рынок. У других продуктовых сегментов биржевого срочного рынка в России (процентные фьючерсы и опционы; товарные фьючерсы и опционы) нет аналогов на спот-рынке, на котором можно было бы рассчитать показатели объема торговли.

На рынке акций, в дополнение к соотношению между объемами торговли на срочном рынке и на спот-рынке, существует также возможность сопоставить показатели стоимости инструментов в обращении. На спот-рынке акций в качестве такого показателя выступает показатель капитализации; на срочном рынке – показатель стоимости открытых позиций. Применительно к российскому рынку акций мы рассчитали оба соотношения, результаты этих расчетов приведены в таблице 6.

Таблица 6 - Соотношения емкости и ликвидности срочного рынка акций и спот-рынка акций в Российской Федерации

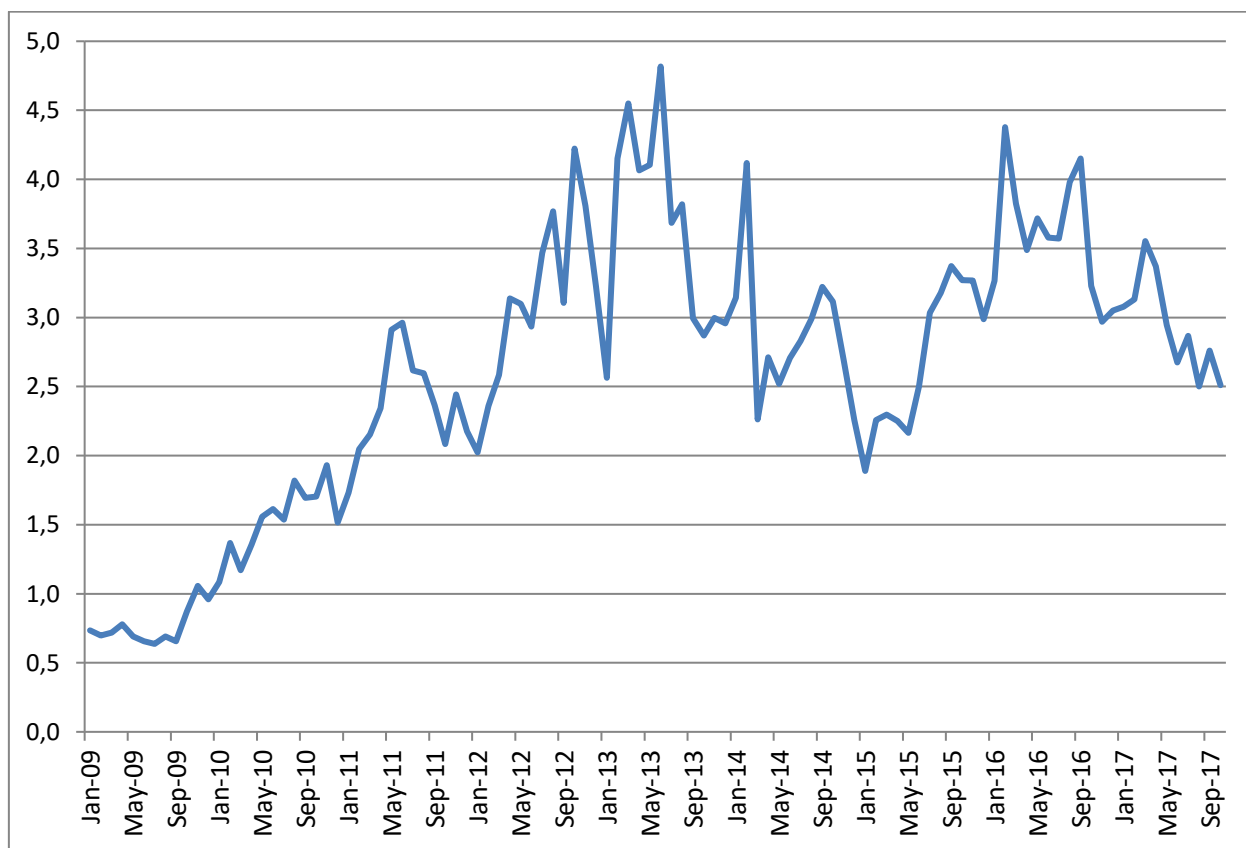
год	Соотношение между стоимостью открытых позиций и капитализацией	Соотношение между объемом срочных сделок и объемом спот-сделок с акциями	Соотношение между ликвидностью срочного рынка и ликвидностью спот-рынка акций
2009	0,0022	0,77	342
2010	0,0032	1,53	478
2011	0,0050	2,36	472
2012	0,0056	3,04	541
2013	0,0097	3,60	375
2014	0,0056	2,80	501
2015	0,0055	2,70	494

2016	0,0079	3,58	457
2017	0,0116	2,94	253

Примечания. При расчете данных, представленных в строке «2017» были использованы данные по объемам торговли на срочном и спот-рынках за 10 месяцев 2017 года и данные по капитализации и по объему открытых позиций по состоянию на 31 октября 2017 года.

Рассчитано по данным Московской биржи и Всемирной федерации бирж.

Следует отметить, что соотношение между срочным рынком и спот-рынком акций, оцененное по показателю объема торговли, является более информативным. Поэтому нами был сделан помесечный расчет данного соотношения, и его динамика приведена на рисунке 1.



Рассчитано по данным Московской биржи.

Рисунок 1 - Помесечная динамика соотношения между объемом сделок на срочном рынке акций и объемом сделок на спот-рынке акций

На данном графике хорошо заметен перелом тенденции, произошедший в конце 2013 - начале 2014 года. До этого момента указанное соотношение устойчиво росло в рамках расширяющегося коридора. Но в марте 2014 года оно резко снизилось и уже не смогло вернуться в коридор. В результате вместо устойчивого опережающего роста ликвидности срочного рынка по сравнению с ликвидностью спот-рынка акций в настоящее время мы имеем неопределенную тенденцию изменения данного показателя.

Возвращаясь к данным, включенным в таблицу 6, необходимо обратить внимание на существенно более высокую ликвидность срочного рынка (соотношения объема сделок с фьючерсами и опционами на фондовые и индексные инструменты с открытыми позициями по этим инструментам) по сравнению с ликвидностью спот-рынка акций (соотношение объема торговли акциями с капитализацией). Рост данного соотношения в значительной мере стал результатом резкого падения ликвидности спот-рынка акций - соотношение годового объема торговли и капитализацией на конец соответствующего года упало с 0,7 в 2009 году до 0,24 в 2016 году. Однако, вместе с тем, необходимо отметить, что срочный рынок несколько смягчил такое падение, частично компенсировав катастрофическую потерю ликвидности спот-рынком значительно менее существенным снижением ликвидности на соответствующем сегменте срочного рынка.

Далее мы провели сопоставление данных российских показателей соотношения между объемом сделок на спот-рынке акций и срочном рынке акций с зарубежными аналогами. По тем странам, по которым оказалось возможным рассчитать соотношение между объемом биржевой торговли срочного рынка акций и объемом биржевой торговли спот-рынка акций, мы сделали соответствующие расчеты (см. таблицу 7).

Как видно из таблицы 7, в России по сравнению с другими странами соотношение между объемом торговли на срочном рынке и спот-рынке акций достаточно высоко и уступает крайне узкому кругу стран с

исключительно высоколиквидными срочными рынками. Россия по данному показателю опережает как большинство развитых рынков, так и почти все развивающиеся рынки. Однако, справедливости ради, необходимо отметить, что такой результат был достигнут в значительной мере вследствие катастрофического падения объема торговли акциями на спот-рынке в последние годы. В настоящее время именно срочный рынок акций позволяет обеспечивать уровень ликвидности по ряду наиболее ликвидных инструментов, позволяющих оставаться на рынке небольшому числу крупных инвесторов. В этой связи крайне опасными представляются планы Банка России по ограничению доступа на срочный рынок мелких инвесторов, создающих основную часть ликвидности этого рынка, позволяющей удерживать на нем небольшое количество крупных инвесторов.

Таблица 7 - Соотношение между объемом биржевой торговли срочного рынка акций и объемом биржевой торговли спот-рынка акций, по странам мира, 2016 год

Страна (страны)	Объем торговли акциями и индексами на срочном рынке (notional value )	Объем торговли акциями на спот-рынке	Соотношение
Корея	39 760 740	1 672 918	23,77
Германия+Швейцария	37 313 183	2 168 224	17,21
Индия	12 702 399	798 643	15,90
Гонконг	9 433 321	1 350 086	6,99
Россия	501 595	128 537	3,90
Бразилия	1 294 691	535 163	2,42
Австралия	1 821 824	822 573	2,21
Южная Африка	73 0018	377 954	1,93
Испания	766 110	683 643	1,12
Польша	47 763	48 188	0,99
Канада	719 672	1 176 203	0,61
Турция	146 961	327 118	0,45
Мексика	27 668	122 989	0,22
Греция	2 986	14 213	0,21
Венгрия	1 098	8 130	0,14
Норвегия	4 665	108 157	0,04

Примечания.

- 1) Для сопоставления с объемом торговли на бирже EUREX использована сумма объемов биржевой торговли на спот-рынках Германии и Швейцарии, так как большинство срочного рынка акций на бирже EUREX приходится на резидентов этих двух стран.
- 2) Данные объема торговли на корейском срочном рынке акций не учитывают отсутствующие данные по объему опционной торговли на отдельные акции (мы включили данные по Корее в настоящую таблицу, так как по нашим оценкам, сделанным на основе

сопоставлений показателей объема торговли, выраженных в количестве контрактов, погрешность не превосходит сотых долей процентов).

Рассчитано по данным Всемирной федерации бирж.

Как уже отмечалось, на валютном рынке на Московской бирже сложилось трехзвенное деление: 1) спот-рынок; 2) сделки своп; 3) срочный валютный рынок. С точки зрения традиционных, классических воззрений на сделки своп, они должны квалифицироваться в качестве производных финансовых инструментов, являясь инструментом срочного рынка. Однако с точки зрения структурного деления биржевых торгов на Московской бирже, своп-сделки с иностранной валютой попадают в сектор «Валютный рынок», не попадая в сектор «Срочный рынок». Поэтому мы рассчитали оба варианта соотношения между объемом срочных сделок с иностранной валютой (с включением и без включения в этот объем сделок своп) и объемом спот-сделок с иностранной валютой. Результаты этих расчетов приведены в таблице 8.

Таблица 8 - Соотношения емкости биржевого срочного валютного рынка и биржевого спот-рынка иностранной валюты в Российской Федерации

год	Соотношение между объемом сделок на срочном рынке и объемом спот-сделок с иностранной валютой	Соотношение между объемом срочных сделок (включая сделки своп) и объемом спот-сделок с иностранной валютой
2009	0,06	1,63
2010	0,12	1,24
2011	0,18	1,03
2012	0,22	1,12
2013	0,27	2,00
2014	0,40	2,34



2015	0,62	2,63
2016	0,62	2,70
2017 (10 м.)	0,54	3,95

Рассчитано по данным Московской биржи и Всемирной федерации бирж.

Как видно из таблицы 8, учет сделок своп в совокупном объеме срочных сделок принципиально меняет соотношение между срочным рынком и рынком спот по объему торговли. Именно этот сегмент валютного рынка в России сегодня является основным с точки зрения концентрации объема операций с иностранной валютой. Но при любом варианте расчета соотношения между объемами торговли на срочном рынке и рынке спот налицо сильная тенденция к перемещению объема операций с иностранной валютой на срочный рынок.

#### **2.4 Оценка емкости внебиржевых рынков производных финансовых инструментов в России**

В отличие от биржевых рынков производных финансовых инструментов, на которых сбор и агрегирование торговой информации происходит автоматически и параллельно с режимом торгов, внебиржевые рынки производных финансовых инструментов не имеют соответствующих механизмов. В результате этого информационная прозрачность этих рынков была традиционно низка, а обобщающие характеристики емкости большинства таких рынков отсутствовали.

Данное обстоятельство крайне негативно отражалось на эффективности рынка производных финансовых инструментов в целом, и выступало в качестве одного из факторов формирования системных рисков, негативно отражавшихся на стабильности всей финансовой системы (национальной и/или глобальной). Поэтому на Питтсбургском саммите «Группы 20» была намечена система мер по преодолению этой уязвимости мировой финансовой

системы [15]. Основной мерой в данном направлении стало решение о создании торговых репозитариев для сбора сведений о сделках с внебиржевыми производными финансовыми инструментами (деривативами). Основными целями такого решения были названы 1) повышение прозрачности рынка, 2) минимизация системных рисков и 3) предотвращение манипуляций на рынке [16, с.8].

В настоящее время Банком России реализуется проект реформы рынка внебиржевых производных финансовых инструментов. Стратегическая цель проекта - развитие инфраструктуры рынка внебиржевых производных финансовых инструментов для обеспечения его соответствия потребностям участников рынка, тенденциям международного регулирования и лучшим международным практикам. Важнейшими мероприятиями данного проекта являются: совершенствование репозитарной деятельности, создание условий для заведения внебиржевых ПФИ на централизованный клиринг, признание центрального контрагента и репозитария иностранными юрисдикциями, аккредитация финансовых индикаторов и ценовых центров [17].

Начало публикации данных о емкости внебиржевого рынка производных финансовых инструментов в России последовало после решения о том, что с 1 октября 2015 года финансовые посредники всех типов должны отчитываться перед репозитарием о внебиржевых сделках со всеми классами финансовых активов. Необходимо отметить, что к этому моменту среди стран – членов Совета финансовой стабильности в 14 юрисдикциях, преимущественно на крупнейших финансовых рынках внебиржевых деривативов (Австралия, Бразилия, Европейский союз, Канада, Мексика, США, Южная Корея, Япония), уже были реализованы полномасштабные реформы, по итогам которых все финансовые посредники были обязаны отчитываться обо всех внебиржевых сделках со всеми видами финансовых активов, включая производные финансовые инструменты [16, с.8].

В России крупнейшим (по объему репортируемых сделок) репозитарием является репозитарий НРД. Функции репозитария также выполняет ПАО «Санкт-Петербургская биржа». Репозитарий НРД предоставляет данные о совокупном объеме сделок, отчитанных в репозитарии НРД, начиная с начала 2014 года. В рамках этих данных не производилось выделения сделок с производными финансовыми инструментами. С марта 2017 года Национальным расчетным депозитарием (далее – НРД) начата публикация ежедневных сводок обобщенных показателей репозитария НКО АО НРД по внебиржевому рынку производных финансовых инструментов.

Мы классифицировали все инструменты, по которым имеются отчитанные сделки, с точки зрения вычленения производных финансовых инструментов в соответствии с положениями Закона о рынке ценных бумаг и описанных выше международных подходов к определению производных финансовых инструментов. В результате получилась следующая укрупненная классификация сделок по группам инструментов, сделки с которыми происходили на внебиржевом рынке:

- сделки с ценными бумагами (без сделок репо);
- сделки репо (со всеми видами активов);
- сделки с производными финансовыми инструментами.

Результаты проведенной оценки месячных объемов внебиржевых сделок с финансовыми инструментами за апрель - сентябрь 2017 года приведены в таблице 9.

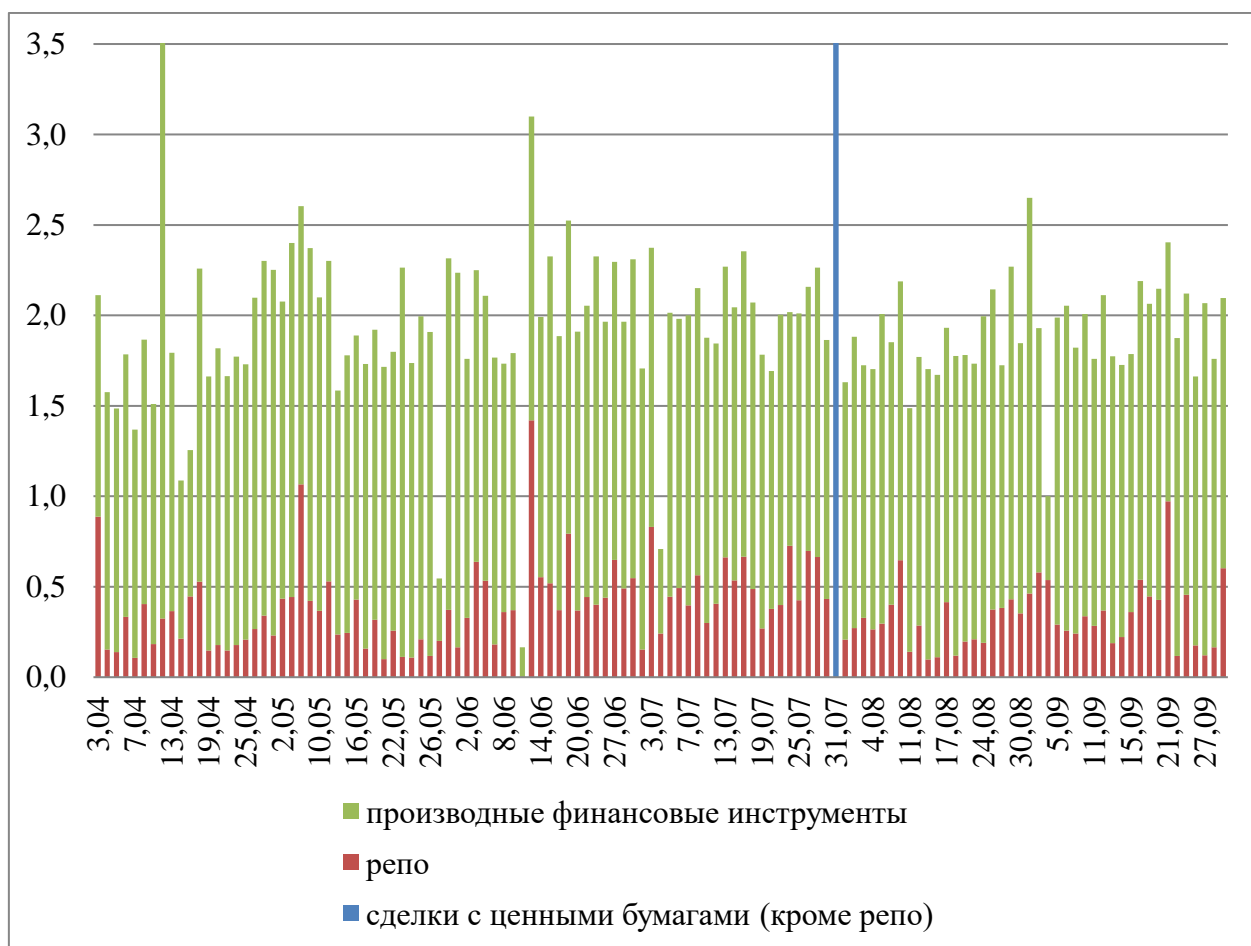
Таблица 9 – Оценка месячных объемов внебиржевых сделок, в разбивке по типам сделок, млрд. рублей

Виды сделок	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	Сентябрь
Сделки с ценными бумагами (кроме сделок репо)	4	2	3	3 514	0,4	8
Сделки репо	5 777	6 291	9 555	10 403	6 183	7 682
Производные финансовые	88 636	32 976	30 373	31 195	33 283	32 656

инструменты						
Всего	94 416	39 269	39 932	45 112	39 467	40 346

Рассчитано по данным репозитария НРД.

Несопоставимость объемов сделок в апреле по сравнению с другими месяцами 2017 года связана с выпадающим из общего ряда днем 12 апреля, в который были отчитаны сделки (сделка) с товарными опционами на сумму 59,2 трлн. рублей. Аналогичная сверхкрупная сделка, выпадающая из общего ряда, была отчитана по договору купли-продажи акций 31 июля. Без этих сделок ежедневный объем внебиржевых сделок, как правило, не выходит за рамки определенного диапазона (от 1 до 2,5 трлн. рублей) – см. рисунок 2.

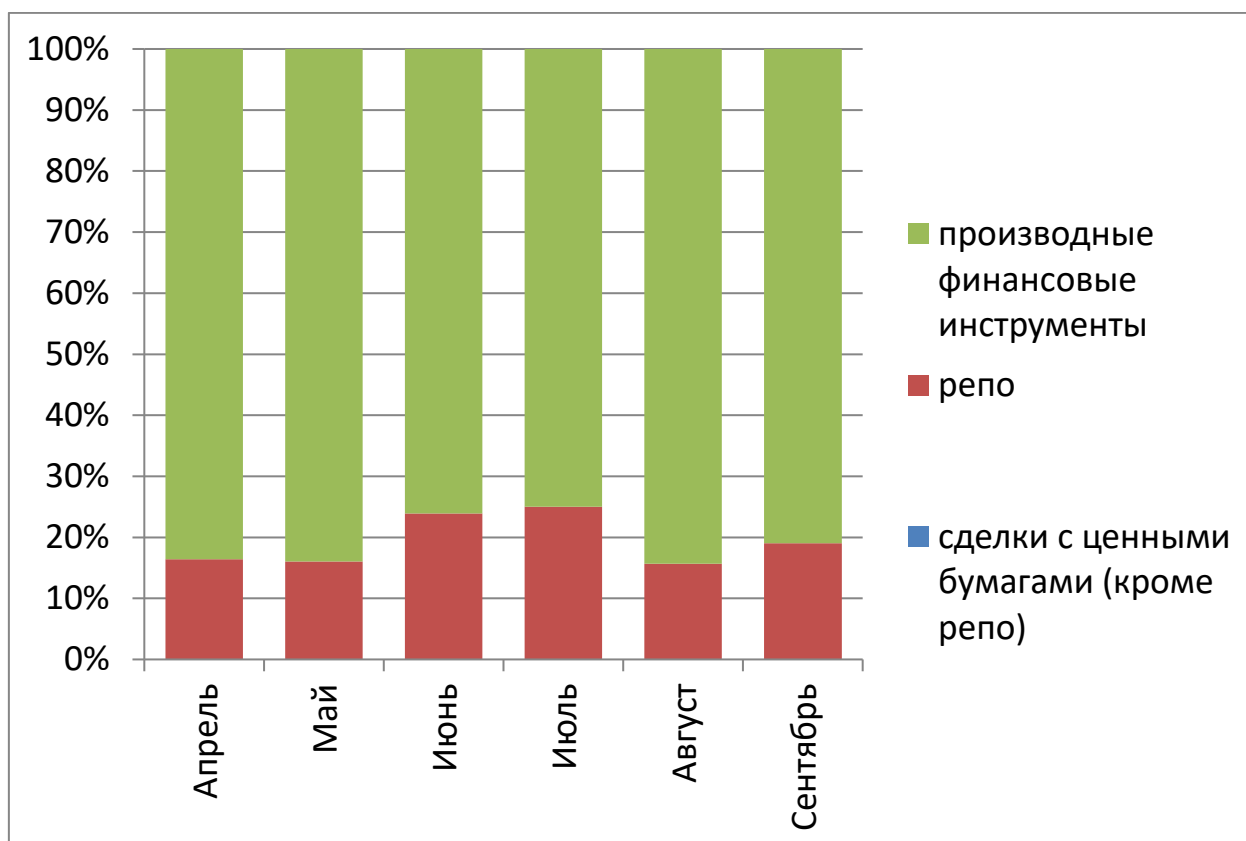


Рассчитано по данным репозитария НРД.

Рисунок 5 – Дневные объемы внебиржевых сделок с финансовыми инструментами, апрель – сентябрь 2017 года

Без учета данных отдельных нестандартных (по объему) сделок (серии сделок), совершенных 12 апреля и 31 июля, объем внебиржевых сделок с производными финансовыми инструментами, отчитанных репозитарию НРД, в течение апреля - сентября 2017 года также оставался на приблизительно одном уровне. Структура внебиржевого оборота также принципиально в течение этого периода времени не менялась (см. рисунок 3).

Безусловно, несмотря на все вышеперечисленные проблемы, репозиторий НРД является наиболее полным и точным источником по внебиржевому рынку производных финансовых инструментов. Однако этот источник полноценно заработал только несколько месяцев назад, что делает невозможным ретроспективный анализ, основанный на данном источнике.



Рассчитано по данным репозитория НРД.

Рисунок 3 – Структура внебиржевого оборота финансового рынка, апрель – сентябрь 2017 года (без учета нестандартных сделок с товарными опционами 12 апреля и договоров купли-продажи акций 31 июля)

## **2.5 Анализ структурных характеристик срочных рынков в Российской Федерации**

Для оценки соотношения между объемом биржевого срочного рынка и объемом внебиржевого срочного рынка, прежде всего, необходимо определить перечень активов, обращающихся на биржевом и внебиржевом сегментах рынка производных финансовых инструментов. Такой анализ был нами проведен, и его результаты представлены в таблице 10.

Таблица 10 – Перечни производных финансовых инструментов, обращающихся на биржевом и внебиржевом сегментах в России

Наименование инструментов	Биржевой рынок	Внебиржевой рынок
Фьючерсы на акции	X	
Фьючерсы на индексы	X	
Опционы на индексы (на фьючерсы на индексы)	X	
Фьючерсы на облигации	X	
Валютные фьючерсы	X	
Товарные фьючерсы	X	
Процентные фьючерсы	X	
Валютно-процентный своп	X	
Валютный своп	X	X
Конверсионная сделка/ валютный форвард		X
Валютный опцион		X
Валютный бинарный опцион		X
Соглашение о будущей процентной ставке		X
Процентный своп	X	X
Процентный свопцион		X
Договор фиксации максимальной / минимальной процентной ставки		X
Форвард на облигации и индексы		X
Опцион на облигации	X	X
Опцион на индексы и корзину облигаций	X	X
Форвард на акции		X
Опцион на акции	X	X
Товарный форвард		X
Товарный опцион	X	X
Товарный своп		X
Товарный свопцион		X
Своп дохода на облигации		X
Своп дохода на акции		X
Кредитный дефолтный своп		X
Кредитный свопцион		X

Составлено по данным Московской биржи и репозитария НРД.

Сравнение емкости срочных рынков теоретически может быть проведено на основе показателей объема открытых позиций или объема торговли. Но в данном случае в открытом доступе отсутствуют данные по объему открытых позиций по производным финансовым инструментам на внебиржевом рынке (хотя, если судить по аналитическим докладам Банка России, такая информация в распоряжении регулятора присутствует). Поэтому единственно возможный показатель, на основе которого в России в настоящее время можно сопоставлять емкость биржевого и внебиржевого рынков производных финансовых инструментов – это показатель объема торговли, и при этом только в рублевом выражении, так как информация об объеме торговле на внебиржевом рынке, выраженная в количестве контрактов, в публичном доступе также отсутствует.

К сожалению, отсутствие детальной информации об объеме внебиржевого рынка производных финансовых инструментов за более или менее длительные стандартные периоды времени существенно ограничивает возможности сравнения количественных оценок емкости биржевого и внебиржевого рынков производных финансовых инструментов. Строго говоря, в настоящее время мы имеем возможность корректно сопоставить объем торговли срочными инструментами на биржевом и внебиржевом рынках только за период с мая по сентябрь 2017 года.

Результаты сопоставления объемов торговли на биржевом и внебиржевом рынках производных финансовых инструментов (в части инструментов срочного рынка) за этот период приведены в таблице 10.

Проведенное сопоставление принесло, как представляется, вполне ожидаемые результаты. В совокупном объеме сделок с инструментами срочного рынка внебиржевой сектор в 4,5 раза превышает биржевой рынок. Это свойственно большинству национальных рынков производных финансовых инструментов мира.



Таблица 10 – Сопоставление объемов торговли срочными инструментами на биржевом рынке и на внебиржевом рынке в мае – сентябре 2017 года

Сегменты рынка, по инструментам	Внебиржевой рынок, млрд. р.	Биржевой рынок, млрд. р.	Соотношение
Срочный рынок в целом	160 483,4	35719,6	4,49
валютные	144 586,0	17818,7	8,11
процентные	1 713,8	8,8	194,8
фондовые (в т.ч. индексные)	424,1	10715,0	0,04
товарные	13 690,6	7177,2	1,91
кредитные	68,9	-	-

Рассчитано по данным Московской биржи и репозитария НРД.

Вместе с тем различные инструментные сегменты срочного рынка четко делятся на две части, концентрируясь на биржевом и внебиржевом сегментах срочного рынка. Срочный рынок фондовых инструментов и индексных инструментов концентрируется на бирже. Прочие инструментные сегменты (валютный, процентный, товарный, кредитный) концентрируются на внебиржевом секторе.

Такому делению есть вполне понятное объяснение. Срочный рынок фондовых и индексных инструментов традиционно является сегментом, на котором преобладают небанковские финансовые организации и частные лица. Срочные рынки процентных, валютных, кредитных и, отчасти, товарных инструментов (учитывая, что к товарным относятся, в том числе, срочные сделки с драгоценными металлами) – это классические банковские сегменты финансового рынка. Таким образом, срочный рынок в Российской Федерации не только достаточно четко делится на биржевую и внебиржевую часть строго по границам инструментных сегментов, но столь же четко делится на биржевую и внебиржевую часть в соответствии с

преобладающими участниками – небанковскими и банковскими. Таким образом, срочный рынок в России ведет себя точно так, как и в других странах: биржевой сегмент является местом концентрации небанковских институтов; на внебиржевом рынке работают преимущественно коммерческие банки.

Анализ структуры рынка производных финансовых инструментов по признаку базисных активов будет проведен отдельно по биржевому и внебиржевому сегменту. При этом необходимо отметить, что анализ структуры по признаку базисных активов на биржевом рынке возможен за достаточно продолжительный период времени (с 2009 года), в то время как полноценный анализ такой структуры на внебиржевом рынке на основе публичных данных стал возможен только в 2017 году. Такой анализ возможен как по показателю объема торговли, так и по показателю открытых позиций (оба показателя выражены в рублях). Результаты анализа структуры биржевого срочного рынка производных финансовых инструментов представлены в таблице 11 (по показателю объема торговли в рублевом выражении) и в таблице 12 (по показателю стоимости открытых позиций).

Таблица 11 - Структура биржевого срочного рынка производных финансовых инструментов, в зависимости от типа базисного актива (по показателю объема торговли в рублевом выражении)

Год	Инструменты по типу базисного актива:				
	валютные	процентные	фондовые	индексные	товарные
2009	15,2%	0,1%	15,1%	67,5%	2,1%
2010	15,0%	0,0%	9,3%	73,7%	2,0%
2011	14,9%	0,2%	8,4%	73,5%	3,0%
2012	26,7%	0,4%	5,8%	65,0%	2,0%
2013	32,1%	0,4%	7,2%	57,3%	3,1%
2014	51,3%	0,2%	5,5%	41,5%	1,5%
2015	68,2%	0,0%	3,3%	23,8%	4,7%
2016	57,8%	0,0%	3,1%	25,7%	13,3%

2017 10м.	50,9%	0,0%	3,8%	30,1%	15,2%
--------------	-------	------	------	-------	-------

Рассчитано по данным Московской биржи.

Таблица 12 - Структура биржевого срочного рынка производных финансовых инструментов, в зависимости от типа базисного актива (по показателю стоимости открытых позиций)

Год	Инструменты по типу базисного актива:				
	валютные	процентные	фондовые	индексные	товарные
2009	33,2%	1,2%	24,0%	36,8%	4,8%
2010	39,6%	0,5%	17,8%	37,3%	4,9%
2011	35,0%	1,6%	8,4%	51,0%	4,0%
2012	38,9%	3,2%	8,9%	43,4%	5,7%
2013	31,1%	2,1%	9,6%	53,1%	4,2%
2014	68,5%	0,6%	3,3%	25,1%	2,5%
2015	67,6%	0,1%	3,3%	23,4%	5,5%
2016	47,3%	0,1%	4,1%	42,5%	5,9%
2017 10м.	46,3%	0,2%	5,7%	41,0%	6,7%

Рассчитано по данным Московской биржи.

По объему торговли структура производных финансовых инструментов срочного биржевого рынка постепенно становится все более сбалансированной, но все еще далекой от оптимальности. Среди позитивных тенденций следует отметить устойчивый рост доли товарных инструментов. Среди отрицательных тенденций:

- экстремально высокую долю валютных инструментов, которая, в то же время, имеет тенденцию к постепенному снижению после достижения пика в 68% в 2015 году;

- предельно низкую долю процентных инструментов, фактически не отличимую от 0, что крайне негативно отражается на возможностях хеджирования процентных рисков в России и невыгодно отличает российскую структуру срочного биржевого рынка от аналогов в развитых странах и в странах с развивающимися финансовыми рынками;

- постепенно снижающуюся долю фондовых инструментов, не компенсируемую соответствующим ростом доли индексных инструментов.

Структура биржевого срочного рынка производных финансовых инструментов, рассчитанная по показателю стоимости открытых позиций, в значительной мере повторяет тенденции, свойственные аналогичной структуре, рассчитанной по показателю объема торговли.

Для анализа структуры сделок с внебиржевыми производными финансовыми инструментами мы выделили следующие группы этих инструментов:

- валютные;
- фондовые и индексные;
- процентные;
- товарные;
- кредитные.

Анализ структуры внебиржевого рынка производных финансовых инструментов в настоящее время можно проводить на крайне ограниченном временном интервале. Мы провели такой анализ по результатам торговли в мае – сентябре 2017 года (см. таблицы 13 и 14).

Таблица 13 - Структура внебиржевого рынка производных финансовых инструментов, в зависимости от типа базисного актива в мае - сентябре 2017 года (по показателю объема торговли в рублевом выражении), в млрд. руб.

Инструменты по типу базисного актива	май	июнь	июль	август	сентябрь
валютные	29 771,4	28 102,7	28 720,0	29 867,3	28 124,5
процентные	616,1	201,8	268,7	341,9	285,3
фондовые (включая индексные)	119,6	88,2	58,9	93,3	64,0
товарные	2 467,5	1 965,4	2 128,3	2 973,3	4 156,2

кредитные	1,4	15,3	18,8	7,3	26,2
Всего производные финансовые инструменты	32 976,2	30 373,4	31 194,7	33 283,1	32 656,1

Рассчитано по данным репозитария НРД.

Таблица 14 - Структура внебиржевого рынка производных финансовых инструментов, в зависимости от типа базисного актива в мае - сентябре 2017 года (по показателю объема торговли в рублевом выражении), в процентах

Инструменты по типу базисного актива	май	июнь	июль	август	сентябрь
валютные	90,28%	92,52%	92,07%	89,74%	86,12%
процентные	1,87%	0,66%	0,86%	1,03%	0,87%
фондовые (включая индексные)	0,36%	0,29%	0,19%	0,28%	0,20%
товарные	7,48%	6,47%	6,82%	8,93%	12,73%
кредитные	0,004%	0,050%	0,060%	0,022%	0,080%
Всего производные финансовые инструменты	100%	100%	100%	100%	100%

Рассчитано по данным репозитария НРД.

Таким образом, можно говорить о том, что подавляющая часть внебиржевого рынка производных финансовых инструментов в России приходится на сделки валютного свопа. Такая сверхконцентрированная структура внебиржевого рынка производных финансовых инструментов, безусловно, не является его достоинством. Структура внебиржевого рынка производных финансовых инструментов оставалась достаточно постоянной в течение всего периода наблюдений в мае – сентябре 2017 года.

Далее мы более подробно проанализируем структуру рынка производных финансовых инструментов по видам этих инструментов. Данные Московской биржи позволяют сделать это в отношении инструментов срочного рынка. На биржевом сегменте российского срочного рынка представлены только два инструмента – фьючерсы и опционы, соотношение между которыми мы проанализировали по нескольким показателям (см. таблицы 15 и 16).

Таблица 15 – Доля фьючерсов в совокупном объеме срочного биржевого рынка на Московской бирже

год	Доля фьючерсов по показателям:			
	Объема торговли (в рублях)	Объема торговли (в контрактах)	Открытых позиций (в рублях)	Открытых позиций (в контрактах)
2009	97%	96%	79%	72%
2010	96%	96%	77%	82%
2011	93%	96%	78%	87%
2012	94%	96%	74%	83%
2013	92%	95%	62%	77%
2014	91%	94%	60%	63%
2015	96%	97%	57%	62%
2016	95%	96%	50%	61%
2017 (10м)	92%	95%	49%	65%

Рассчитано по данным Московской биржи.

Таблица 16 – Доля опционов в совокупном объеме срочного биржевого рынка на Московской бирже

год	Доля опционов по показателям:			
	Объема торговли (в рублях)	Объема торговли (в контрактах)	Открытых позиций (в рублях)	Открытых позиций (в контрактах)
2009	3%	4%	21%	28%

2010	4%	4%	23%	18%
2011	7%	4%	22%	13%
2012	6%	4%	26%	17%
2013	8%	5%	38%	23%
2014	9%	6%	40%	37%
2015	4%	3%	43%	38%
2016	5%	4%	50%	39%
2017 (10м)	8%	5%	51%	35%

Рассчитано по данным Московской биржи.

В структуре объема срочных сделок на Московской бирже за рассматриваемый период не произошло значительных изменений в пропорции между фьючерсными и опционными сделками (фьючерсы как в стоимостном выражении, так и в количестве контрактов занимали и продолжают занимать 95 – 96 процентов биржевого оборота срочного рынка), в то время как в структуре открытых позиций произошли заметные изменения. Доля опционов устойчиво росла (с 2011 года – по обоим показателям, использованных при оценке объема открытых позиций), и в 2016 году сравнялась с долей фьючерсов по стоимостной оценке объема открытых позиций.

Такое изменение структуры следует охарактеризовать как положительное, так как оно свидетельствует о повышении объема хеджирования с помощью опционов.

Тот факт, что изменения в структуре открытых позиций не ведут к изменениям в структуре сделок, указывает на значительно более низкую ликвидность опционного рынка. Но с другой стороны, это обстоятельство одновременно указывает на более длительный период держания опционных позиций, что вкупе с предположением о более активном использовании данного сегмента рынка для целей хеджирования говорит о том, что

биржевой срочный рынок на Московской бирже становится пригоден для долгосрочного хеджирования рисков.

В работе [18, С.123 - 126] приводятся результаты отдельного анализа структуры рынков фьючерсов и опционов Московской биржи с точки зрения типов базисных активов. Рынок опционов характеризуется более резким ростом доли валютных контрактов в структуре сделок в 2014 году.

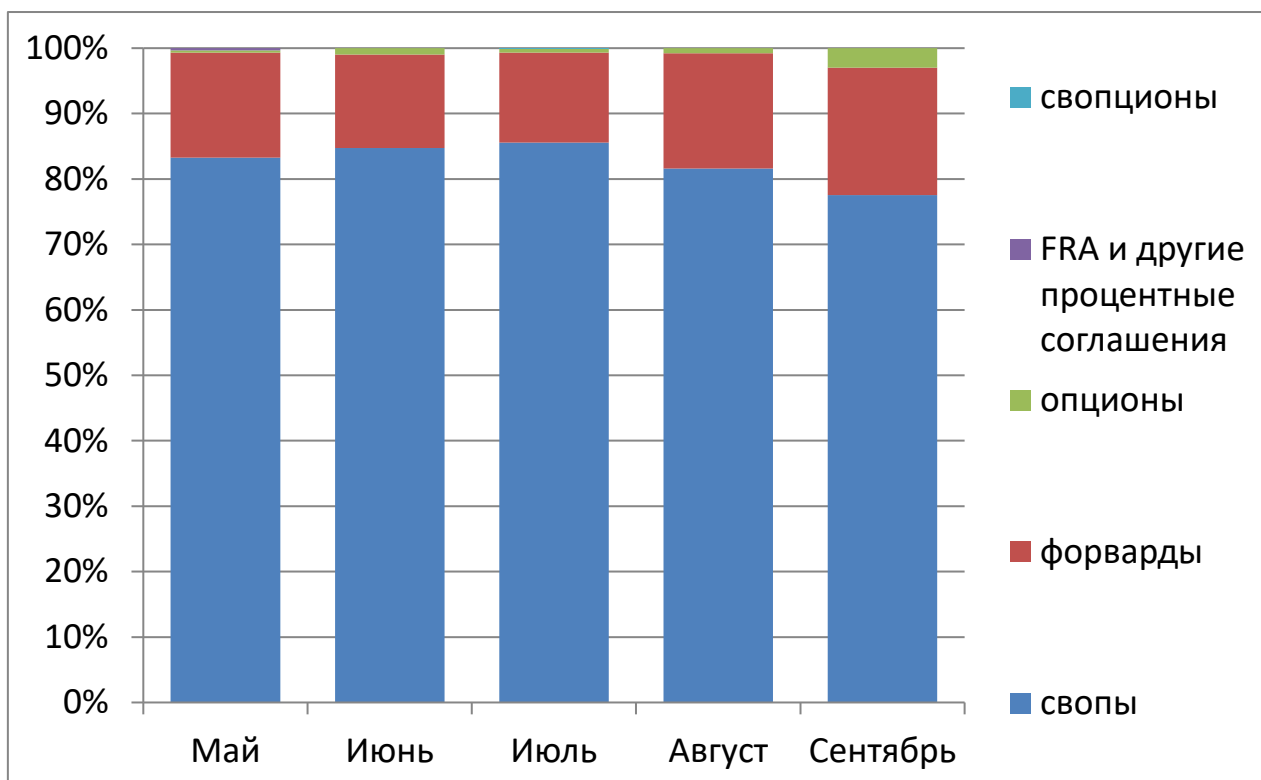
Что касается структуры сделок на внебиржевом рынке производных инструментов, рассматриваемой с точки зрения применяемых инструментов, то мы начали такой анализ в предыдущем пункте, рассмотрев инструментную структуру самого большого сегмента этого рынка, выделяемого с точки зрения базисных активов. Далее мы распространим данный анализ на все сегменты внебиржевого рынка производных финансовых инструментов. Результаты такого анализа по итогам торговли внебиржевыми производными финансовыми инструментами в мае – сентябре 2017 года представлены в таблице 17 и на рисунке 4.

Таблица 17 – Структура внебиржевого оборота производных финансовых инструментов в мае – сентябре 2017 года, по виду инструментов, в млрд. руб.

Виды инструментов	май	июнь	июль	август	сентябрь
свопы	27,29	25,60	26,57	27,01	25,15
форварды	5,26	4,32	4,25	5,83	6,32
опционы	0,10	0,29	0,20	0,26	0,97
FRA и другие процентные соглашения	0,12	0,00	0,014	0,00	0,00
свопционы	0,00	0,00	0,0003	0,00	0,00

Рассчитано по данным репозитария НРД.





Рассчитано по данным репозитория НРД.

Рисунок 4 – Структура внебиржевого оборота производных финансовых инструментов в мае – сентябре 2017 года, по виду инструментов, в процентах

На внебиржевом рынке производных финансовых инструментов в настоящее время обращаются 5 групп инструментов (свопы, форварды, опционы, процентные соглашения и свопционы), из которых сделки со свопционами заключались, причем в минимальных объемах, только в июле. Также крайне редки сделки FRA (включая иные аналогичные соглашения по процентным ставкам), а их объем также минимален. Регулярно заключаются опционные сделки, но и их объем незначителен. В структуре сделок присутствует ярко выраженная преобладающая доля (от 78 до 86 процентов, от месяца к месяцу) свопов, которые являются основным производным финансовым инструментом на внебиржевом рынке в России. На втором месте стабильно остаются форварды, доля которых колеблется от 14 до 19 процентов.

## **2.6. Сопоставление структуры рынка производных финансовых инструментов России с зарубежными аналогами**

Нами было проведено сопоставление структуры российского рынка производных финансовых инструментов с зарубежными аналогами. В ходе анализа структуры рынка производных финансовых инструментов неоднократно возникали ситуации, когда с классической точки зрения должен существовать тот или иной сегмент данного рынка, но в реальной российской структуре он отсутствовал. Поэтому потребовался дополнительный сравнительный анализ структур рынков производных финансовых инструментов.

В результате международных сопоставлений выявились существенные отличия структуры российского рынка производных финансовых инструментов от среднемировых стандартов.

Московская биржа по итогам 2016 года называется в качестве мирового лидера по объему торговли фьючерсами на отдельные акции (на акции одного вида одного эмитента - Single Stock Futures), выраженному в количестве контрактов [19, p.11 - 12]. Суммарный объем торговли такими фьючерсами на Московской бирже за 2016 год составил 254,7 млн. контрактов, что составляет 30% мирового объема биржевой торговли данными контрактами (в части бирж, информация по которым собирается Всемирной федерацией бирж). Из 10 наиболее активно торгуемых в мире фьючерсных контрактов данного типа 5 представляют российские активы (на обыкновенные акции Сбербанка, Газпрома, ВТБ и ЛУКОЙЛа и на привилегированные акции Сбербанка), и торгуются на Московской бирже [19, p.12].

Одновременно с этим Московская биржа не входит в число лидеров по торговле этими же фьючерсами, выраженными в стоимостном выражении, а также по торговле опционами на отдельные акции. Данное несовпадение

позиций указывает на две особенности российского рынка производных финансовых инструментов:

- в России номинальная стоимость фьючерсного контракта значительно меньше, чем в большинстве других стран;

- в России на срочном рынке акций существует значительный перекос в пользу фьючерсной торговли, в то время как активность опционной торговли значительно ниже среднемировых стандартов.

Данные отличия заслуживают специальных комментариев.

По соотношению объема торговли фьючерсами на отдельные акции, выраженному в номинальной стоимости, и объема торговли фьючерсами на отдельные акции, выраженному в количестве контрактов, Московская биржа существенно уступает всем биржам, организующим соответствующий вид торговли, расположенным в странах с развитыми финансовыми рынками, и большинству бирж из стран с развивающимися финансовыми рынками. Как представляется, именно отсюда проистекает как значительная роль мелких частных инвесторов в торговле на срочном биржевом рынке акций, так и весьма высокая ликвидность этого сегмента рынка. Поэтому в целом такое отличие можно оценить, как позитивный фактор развития российского рынка производных финансовых инструментов, который необходимо сохранить.

Вместе с тем такие особенности фьючерсного рынка акций в России требуют и дополнительного внимания к вопросам управления рисками. На наш взгляд, нецелесообразно создавать отдельные секторы фьючерсного рынка акций для торговли крупными лотами в целях большей привлекательности данного рынка для крупных институциональных участников – существующие технологические возможности Московской биржи (заявки-айсберги и т.д.) позволяют обеспечить весьма высокий уровень комфорта для таких участников в рамках существующих спецификаций фьючерсных контрактов.

При этом снижение рисков может быть достигнуто за счет более активного развития опционной торговли. Именно на этом сегменте крупные институциональные инвесторы традиционно играют ведущую роль, предоставляя и потребляя возможности хеджирования рисков. К сожалению, на Московской бирже этот сегмент остается недоразвитым (по сравнению с другими биржами развивающихся и особенно развитых рынков). Особенно сильно это заметно по показателям объема торговли опционами.

В целом отмеченные выше две особенности российского срочного биржевого рынка акций указывают на повышенный спекулятивный уровень данного сектора. Баланс между спекулятивными операциями и операциями хеджирования на биржевом рынке производных финансовых инструментов в России не достигнут. Обращая внимание на другие страны, в которых проявляются аналогичные проблемы, можно сделать вывод о том, что эти проблемы характерны в первую очередь тем странам, которые отличаются относительной слабостью развития внутренних институциональных инвесторов, в том числе тем странам, в которых крайне низко соотношение между активами небанковских финансовых организаций и банковскими активами (например, Греция). Следует отметить, что именно эти страны в наибольшей степени демонстрируют уязвимость по отношению к кризисным явлениям на мировом финансовом рынке.

Сопоставление российского биржевого рынка производных финансовых инструментов, сосредоточенного на Московской бирже, с другими национальными биржевыми рынками производных финансовых инструментов выявило также отсутствие на Московской бирже рынка секьюритизированных деривативов. Данный сегмент биржевых рынков производных финансовых инструментов весьма активно развивается в последние годы, обеспечивая необходимые услуги инвесторам по управлению рисками инвестиций. Несмотря на то, что в сопоставлении с традиционными биржевыми секторами рынка производных финансовых

инструментов данный сегмент составляет пока доли процента (по данным Всемирной федерации бирж, совокупный стоимостной объем сделок в сегментах секьюритизированных деривативов тех бирж, которые раскрывают соответствующую информацию, в 2016 году составил 689 млрд. долл., в то время как только объем биржевых фьючерсных и опционных сделок с акциями и индексами составил в том же 2016 году около 250 триллионов долларов), потребность в тех возможностях, которые предоставляют данные инструменты глобальным инвесторам, предопределяет неизбежность высоких темпов роста данного сегмента в среднесрочной перспективе. По количеству секьюритизированных продуктов, допущенных к биржевым торгам, мировым лидером является Немецкая биржа (более 1,6 млн. различных продуктов). По объему торговли секьюритизированными деривативами мировым лидером по итогам 2016 года стала Гонконгская биржа (528 млрд. долл., что составляет 77% мирового биржевого оборота данных инструментов).

Секьюритизированные производные продукты представляют собой обращающиеся финансовые инструменты, предназначенные для удовлетворения конкретных потребностей инвесторов, создающие для них возможности реагировать на различные инвестиционные стратегии, путем включения специальных, нестандартных функций.

Эти продукты в основном используются для следующих целей:

- защиты капитала;
- хеджирования от воздействия волатильности, возникающей на национальных или иностранных рынках акций, изменений товарных и валютных цен;
- для использования в рамках арбитражных стратегий, направленной торговли и т.д.

Каждый секьюритизированный производный продукт имеет свои особенности. Данные инструменты, как правило, выпускаются финансовыми

посредниками, отделенными от эмитентов базисных финансовых инструментов.

Секьюритизированные производные продукты включают в себя различные типы инструментов, таких как покрытые варранты и сертификаты, но не ограничиваются ими.

Покрытые (обеспеченные) варранты гарантируют право (опцион) на покупку или продажу других финансовых инструментов. Исходя из их характеристик, они находятся между т.н. простыми «ванильными» инструментами (лежащий в их основе базисный актив представлен лишь одним продуктом) и структурированными/экзотическими продуктами (более сложными продуктами, лежащий в их основе базисный актив представляет собой корзину продуктов и/или включающие комбинации колл и пут опционов, а также экзотические варианты). Базисные активы покрытых (обеспеченных) варрантов могут быть представлены акциями, облигациями, индексами, валютами и товарами. В большинстве случаев такие варранты являются расчетными, не предполагающими физической поставки базисных финансовых инструментов.

Сертификаты привязаны к доходности базисного актива, часто с эффектом рычага (те, которые не предполагают рычагов, определяются как «инвестиционные сертификаты»). Они обеспечивают инвестору возможности:

- полноценного разделения рисков при частичном инвестировании (т.е. лишь при инвестировании лишь части капитала относительно суммарного объема капитала, необходимого при прямых инвестициях в базисный актив);
- управления затратами, что делает возможной инвестицию в иностранные активы или в значительной степени диверсифицированные портфели активов.

## **Глава 3. Основные препятствия для дальнейшего развития срочных рынков в Российской Федерации**

### **3.1. Общая классификация препятствий для развития срочных рынков в Российской Федерации**

В рамках определения препятствий для развития срочного рынка в Российской Федерации нами были использованы три основных источника информации для определения данных препятствий:

- результаты объективного анализа развития рынков производных финансовых инструментов, которые представлены в главе 2 настоящего доклада;
- анализ научной литературы, специализированных изданий и аналитических материалов профессиональных участников рынка;
- основные тезисы мнений профессиональных участников рынка, полученных в ходе специальных встреч с ними.

В результате нами были сформулированы следующие основные препятствия для развития срочных рынков в Российской Федерации:

- 1) Неполнота поля регулирования, нечеткость отдельных регулятивных положений, ведущие к неопределенности в части юридических рисков (в т.ч. судебных), налогообложения, учета и т.д.
- 2) Узкий спектр обращающихся на срочном рынке инструментов, ведущий к существенному сужению перечня хеджируемых рисков. Отсутствие многих сегментов рынка производных финансовых инструментов в целом, существующих на развитых рынках и многих развивающихся рынках.
- 3) Финансовая неграмотность в целом, и особенно менеджеров предприятий реального сектора, которые потенциально могли бы быть основными потребителями услуг хеджирования, предоставляемых на срочных рынках.

4) Нацеленность регулятора на запреты в большей мере, чем на создание нормальной системы регулирования и надзора (особенно в части структурных инструментов и, возможно, биржевых производных финансовых инструментов).

5) Проблемы налогообложения в широком смысле (включая проблемы отсутствия стимулирования развития рынков со стороны налоговой системы; ряд технических проблем и т.д.).

6) Отсутствие инфраструктуры для развития срочных товарных рынков.

7) Наличие ряда ошибок в государственной политике по развитию срочных рынков и рынков производных финансовых инструментов в целом (в т.ч. нежелание учитывать негативный зарубежный опыт участия государства в схемах хеджирования; отсутствие срочного рынка в приоритетах развития финансового рынка и т.д.).

8) Невовлеченность в финансовый оборот значительной части активов, которые могут выступать в качестве базисных активов для производных финансовых инструментов.

9) Проблема гарантий исполнения срочных сделок, в том числе вследствие негативной судебной практики.

10) Фактор форекс-дилеров (дискриминационная конкурентная позиция участников рынка производных финансовых инструментов по сравнению с форекс-дилерами).

11) Недостатки торговых и инфраструктурных технологий (мало инструментов управления рисками в условиях господства алготрейдинга; нет привычной для иностранных участников инфраструктуры и т.д.).

12) Дискриминация инвесторов, инвестирующих в структурные продукты в российской юрисдикции по сравнению с инвестирующими в иностранных юрисдикциях (налогообложение; судебная защита и в целом



защита прав собственности; завышенные комиссионные банка-оригинатора; и т.д.).

13) Ограничения на участие в операциях с производными финансовыми инструментами институциональных инвесторов.

14) Низкая прозрачность рынка производных финансовых инструментов в России, в т.ч. биржевого сегмента данного рынка.

15) Неразвитость ряда существующих сегментов рынка производных финансовых инструментов в целом и срочных инструментов в частности (особенно, процентных производных финансовых инструментов – как следствие низкой ликвидности данного сегмента рынка).

16) Ограниченная срочность большинства производных финансовых инструментов (в части инструментов срочного рынка), препятствующая долгосрочному хеджированию.

17) Крайне малый охват главной группы конечных потребителей услуг рынка производных финансовых инструментов – экономических агентов реального сектора экономики.

Перечень проблем является разноуровневым, кроме того, он предполагает наличие проблем промежуточного уровня, прямо в данном перечне не проявившихся. Поэтому мы предприняли реконструкцию данного перечня проблем, осуществив их иерархическую классификацию.

Все эти проблемы, в конечном счете, негативно влияют, по крайней мере, на одну из двух сторон рынка: 1) на потребителей услуг хеджирования из реального сектора экономики и 2) на инвесторов, хеджеров и спекулянтов, представляющих собственно финансовый сектор и сектор домохозяйств. Это фактически нулевой уровень иерархии, так как относительно этих двух сторон рынка нами далее выстраивается вся последовательность причин такого негативного влияния.

Влияние на первую сторону можно описать как ограниченность спроса реального сектора на услуги хеджирования, либо как крайне малый охват

главной группы конечных потребителей услуг рынка производных финансовых инструментов – предприятий реального сектора. На вторую сторону негативно влияет группа факторов, ограничивающих участие финансовых организаций и домохозяйств в операциях с производными финансовыми инструментами.

Мы выделили 9 факторов, которые негативно влияют либо на одну из сторон рынка производных финансовых инструментов, либо на обе стороны этого рынка (препятствия 1-го уровня):

1) Узкий спектр обращающихся на срочном рынке инструментов; отсутствие многих сегментов рынка производных финансовых инструментов в целом; неразвитость ряда существующих сегментов рынка.

2) Низкая финансовая грамотность.

3) Юридические и налоговые риски.

4) Проблема гарантии исполнения сделок.

5) Недостатки торговых и инфраструктурных технологий срочного рынка.

6) Низкая срочность инструментов срочного рынка, не позволяющая осуществлять долгосрочное хеджирование.

7) Неравенство сектора срочного рынка и в целом рынка производных финансовых инструментов в конкурентной борьбе, причем не только в конкурентной борьбе с другими юрисдикциями, но и с параллельным рынком услуг форекс-дилеров.

8) Необоснованные многочисленные ограничения на участие в операциях с производными финансовыми инструментами, как по отношению к мелким частным спекулянтам, представляющим сектор домохозяйств, так и по отношению к институциональным инвесторам.

9) Низкая прозрачность срочного рынка, не только внебиржевого, но отчасти и биржевого.

В основе этих факторов, непосредственно влияющих на одну из сторон рынка производных финансовых инструментов в целом и срочного рынка в частности, лежат многочисленные другие факторы следующего уровня, предопределяющие существование факторов данного уровня. Среди них необходимо выделить:

- 1) Отсутствие инфраструктуры, необходимой для нормального функционирования срочного товарного рынка.
- 2) Невовлеченность значительной части активов, потенциальных базисных активов производных финансовых инструментов, в финансовый оборот.
- 3) Неоптимальность налогообложения по отношению к сектору производных финансовых инструментов.
- 4) Неполнота и нечеткость законодательного и нормативного регулирования данного сектора.

Как представляется, в основе многих факторов как первого, так и второго уровня лежат различные причины, которые в большинстве своем сводятся к ошибкам в государственной политике в отношении срочных рынков. Кроме того, в одном случае следует указать на необоснованную ориентацию регулятора преимущественно на запреты, нежели на создание нормальной системы регулирования и надзора. Ошибки в государственной политике по развитию срочных рынков в значительной мере связаны с недостаточным учетом зарубежного опыта развития срочных рынков, а также с отсутствием срочного рынка в приоритетах развития финансового рынка. Срочный рынок пока воспринимается государством исключительно как инструмент спекуляций, а не механизм управления рисками и бюджетом. Все это порождает неоптимальный для данного рынка режим регулирования.

В целом иерархическая система факторов, являющихся препятствиями для развития срочного рынка в Российской Федерации, представлена на рисунке

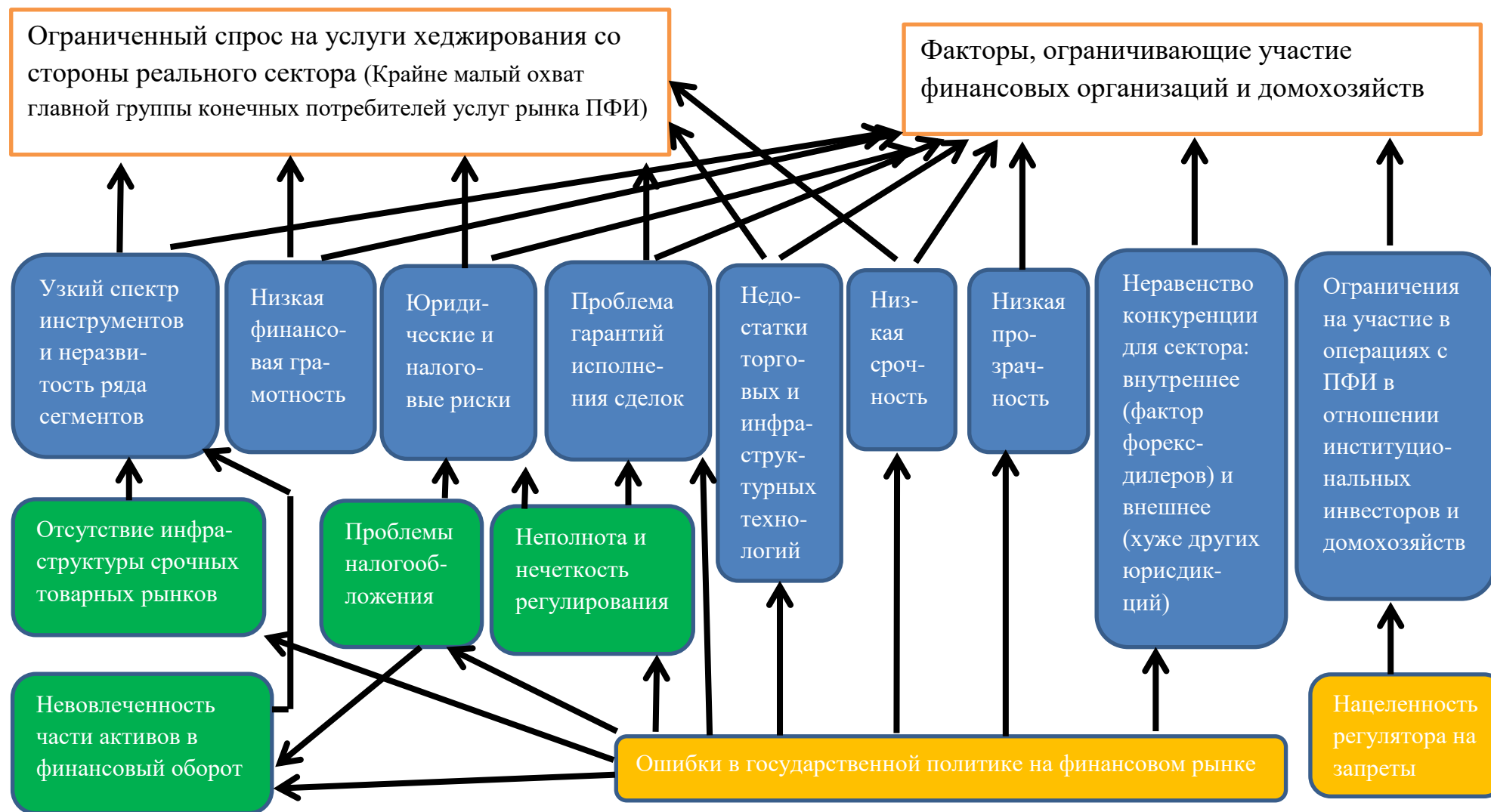


Рисунок 5 – Блок-схема основных препятствий развития срочного рынка в Российской Федерации и их факторов.

Следует отметить, что предложенная блок-схема основных препятствий для развития срочного рынка в России является на сегодняшний день наиболее развернутой картиной наблюдаемых препятствий, которая может стать основой для комплексной программы развития срочного рынка, составной частью которой могут стать меры по преодолению отмеченных препятствий.

Вместе с тем предложенный перечень препятствий в целом соответствует выводам ранее проведенных опросов участников срочного рынка, в которых им предлагалось выделить основные проблемы этого рынка и/или препятствия для его развития. Так, в ходе проведенного в 2016 г. саморегулируемой организацией «Национальная финансовая ассоциация» исследования российского рынка производных финансовых инструментов на основе опроса респондентов из числа крупнейших банков и брокерских фирм в числе наиболее значимых нерешенных проблем, мешающих развитию срочного рынка, были названы [13, С.31]:

- юридические проблемы (несовершенство или недоработанность законодательной, нормативной базы рынка) – рэнкинг значимости 7,5 (по шкале от 0 до 10);
- налоговые проблемы – 4,9;
- бухгалтерские проблемы (трудности учета) – 4,7;
- отсутствие поддержки в лице государственных органов (Минфин, Банк России, Госналогслужба) – 4,7;
- отсутствие и доступность необходимой инфраструктуры – 4,7.

После того, как нами сформировано комплексное целостное видение системы факторов, являющихся препятствиями для развития срочных рынков в Российской Федерации, опишем более подробно данные препятствия.

Необходимо отметить, что в качестве препятствий для развития срочного рынка выступают и некоторые метапроблемы (проблемы более высокого уровня, характерные для национальной социально-экономической

системы в целом), в первую очередь плохой инвестиционный климат и низкое качество государственных институтов, а также заложенные в фундаментальные законодательные положения, регламентирующие производные финансовые инструменты, излишне жесткие конструкции.

### **3.2 Детализация отдельных препятствий для развития срочных рынков в Российской Федерации**

Как было показано в главе 2, российскому рынку производных финансовых инструментов свойственна узость спектра обращающихся на срочном рынке инструментов, проявляющаяся, в первую очередь, в отсутствии ряда сегментов рынка и неразвитости некоторых существующих сегментов рынка. Узкий спектр обращающихся на срочном рынке инструментов непосредственно ведет к существенному сужению перечня рисков, хеджируемых экономическими агентами, прежде всего из реального сектора экономики. Данное препятствие, таким образом, существенно ограничивает возможности для выполнения финансовым сектором своих функций в социально-экономической системе, прежде всего вследствие ограничения возможности выполнения функции по перераспределению и трансформации рисков.

Данную проблему можно разделить на две части - полное отсутствие части инструментных сегментов рынка производных финансовых инструментов и крайне низкая емкость отдельных формально существующих сегментов - но в то же время многие фундаментальные основания у этих двух частей общие. В числе таких оснований необходимо выделить ошибки в государственной политике в отношении финансовых рынков. Прямым следствием данных ошибок стало отсутствие многих инструментов процентной политики и процентных инструментов; отсутствие институтов рыночной инфраструктуры (и сопутствующих им ценных бумаг, например, складских свидетельств), необходимых для развития срочной товарной торговли. В финансовый оборот не вовлечены многие виды активов, которые

традиционно являются базисными активами производных финансовых инструментов в других странах (недвижимость и рентные потоки, драгоценные металлы, квоты и т.д.).

На рынке производных финансовых инструментов не представлены в достаточных объемах многие из тех инструментов, которые традиционно используются для хеджирования рисков в современном мире: товарные фьючерсы и опционы; процентные срочные инструменты; кредитные деривативы; структурные продукты и др. При формальном наличии в структуре рынка тех или иных производных инструментов низкий уровень их ликвидности оказывается непреодолимым барьером для их использования в целях хеджирования более или менее крупными экономическими агентами, представляющими реальный сектор.

Прежде всего, это касается крайне узкого в России сегмента процентных деривативов. Доля и абсолютные объемы процентных деривативов переживают стагнацию. По мнению экспертов, это связано со слабым распространением в России практики применения плавающих процентных ставок, являющихся основой для процентных свопов – самого распространенного производного финансового инструмента в мире [13, С.26].

Существенно сдерживает развитие рынка процентных производных финансовых инструментов сложившаяся структура данного рынка, для которого –характерна крайне низкая ликвидность в части биржевой торговли.

Также крайне мал в России сегмент кредитных деривативов. Это существенно сокращает возможность управления кредитными рисками, снижает потенциал убытков от дефолтов.

Второе непосредственное препятствие для развития срочных рынков в Российской Федерации - низкая финансовая грамотность. Традиционно данное понятие применяется в отношении мелких пользователей финансовыми услугами. Но в отношении препятствий для развития срочного рынка наибольшее негативное влияние оказывает низкая финансовая

грамотность корпоративных менеджеров, прежде всего в реальном секторе. Менеджеры российских корпораций, особенно из сырьевого сектора, в подавляющем большинстве не владеют навыками управления рисками посредством хеджирования, что в значительной мере снижает спрос на услуги хеджирования со стороны этих корпораций. Между тем именно сырье традиционно является предметом биржевой торговли, в том числе срочной биржевой торговли, и именно для этих корпораций использование возможностей срочных рынков по хеджированию ценовых рисков могло бы быть наиболее заметным.

Третье препятствие – развитие срочных рынков серьезно сдерживают юридические и налоговые риски, возникающие в связи с использованием корпорациями возможностей срочного рынка. Эти риски возникают по трем более фундаментальным причинам:

- неполнота и нечеткость законодательного и нормативного регулирования;
- неоптимальность системы налогообложения по отношению к производным финансовым инструментам и их использованию хозяйствующими субъектами, прежде всего из реального сектора;
- неэффективная судебная система, существенно мультиплицирующая риски, возникающие в связи с использованием производных финансовых инструментов.

Адекватная система регулирования невозможна без создания непротиворечивой терминологической базы как основы рынка. Большинство экспертов-юристов считают эту проблему главной проблемой, препятствующей развитию срочного рынка и рынка производных финансовых инструментов в целом [20]. По мнению финансистов, круг проблем гораздо шире, но проблема неполного регулирования («слабая законодательная база») традиционно попадает в перечень наиболее важных и острых проблем, препятствующих развитию срочного рынка, наряду с



проблемами учетной системы и сложности оценки стоимости производных финансовых инструментов на балансах предприятий [21].

Высочайшему уровню юридических рисков способствует и крайне неэффективная судебная система Российской Федерации. В настоящее время происходит крайне опасный для существования в России рынков производных финансовых инструментов судебный процесс, который может стать по факту прецедентным в данной области. Речь идет о судебном споре двух хозяйствующих субъектов – Сбербанк и Транснефти – по вопросу исполнения опциона [22].

Фактически рынок возвращается к ситуации после кризиса 1998 года, когда для того, чтобы уйти от исполнения обязательств по срочным сделкам, ставшим невыгодным в результате кризиса, некоторые участники рынка нашли в действующем законодательстве основания для оспаривания сделок. Тогда этим основанием был неопределенный статус расчетных контрактов, которые могли рассматриваться как пари и, таким образом, не подлежать судебной защите. Сегодня найдена другая «зацепка» - для принятия решения о недействительности сделки одна из сторон указывает на недобросовестность контрагента, сокрытие существенных фактов и рисков.

Указанный прецедент имеет большое значение для определения высоты четвертого препятствия - проблемы гарантии исполнения срочных сделок. Если российская судебная система будет функционировать таким образом, что у экономических агентов не будет уверенности в том, что заключенные в полном соответствии с законодательством сделки с производными финансовыми инструментами будут исполнены, то они не будут обращаться к возможностям этих рынков ввиду очевидного многократного превышения потенциальных убытков над возможной выгодой. Но при этом потребности в хеджировании рисков у них останутся, и в сложившейся ситуации данные потребности будут удовлетворяться за пределами Российской Федерации.

Пятое препятствие – существующие недостатки торговых и инфраструктурных технологий срочного рынка. Наиболее крупные из них – 1) дефицит инструментов управления рисками в условиях господства алготрейдинга; 2) нет привычной для иностранных участников инфраструктуры.

Для российского рынка производных финансовых инструментов характерно отсутствие привычной, в первую очередь для нерезидентов, полной инфраструктуры для совершения операций с деривативами. В результате на срочном рынке Московской биржи по факту работают единицы нерезидентов, основной оборот обеспечивают физические лица.

В данном случае имеется в виду, конечно, не вопросы наличия биржи, клиринга, технического доступа и т.п., а вопросы возможности доступа к российскому деривативному рынку с использованием клиринговых банков – крупных международных инвестиционных банков, предоставляющих своим клиентам-трейдерам услуги по работе с обеспечением, конверсиями, денежными счетами и пр. Этой частью инфраструктуры, по большому счету, в России пока не занимались, так как в России в течение многих лет развивалась идеология максимально прямого доступа к клирингу. Так, РТС в свое время вела клиринговый учет вплоть до клиентских позиций централизованно.

Шестое непосредственное препятствие – низкая срочность инструментов срочного рынка, не позволяющая осуществлять долгосрочное хеджирование. На биржевом срочном рынке подавляющий объем торговли и открытых позиций концентрируется в ближайших (по дате исполнения) фьючерсах и опционах (1 месяц либо 3 месяца, в зависимости от базисного актива). На внебиржевом рынке производных финансовых инструментов также основная часть позиций сосредоточена в этом же временном диапазоне. Так, по итогам 2016 года в общем объеме обязательств валютных конверсионных деривативов 82,2% пришлось на сроки до 3 месяцев, в т.ч. на срок до 1 месяца – 55,7% [13, с.28].

Седьмое непосредственное препятствие - неравенство сектора срочного рынка и в целом рынка производных финансовых инструментов в конкурентной борьбе, причем не только в конкурентной борьбе с другими юрисдикциями, но и с параллельным российским рынком услуг форекс-дилеров.

Сложилась значительная дискриминация инвесторов, инвестирующих в структурные продукты в российской юрисдикции по сравнению с инвестирующими в такие же продукты в иностранных юрисдикциях. Факторы, предопределившие такую дискриминацию, т.е. конкурентные преимущества иностранных юрисдикций по сравнению с российской юрисдикцией при организации выпуска, обращении структурных инструментов и инвестировании в них, многочисленны, но на первый план вышли три главных фактора:

- фактор налогообложения;
- судебная защита и в целом защита прав собственности;
- завышенные комиссионные банка-оригинатора при выпуске структурных продуктов в России.

Фактор форекс-дилеров не менее значим для формирования дискриминационной конкурентной позиции участников рынка производных финансовых инструментов по сравнению с форекс-дилерами. Для данной категории финансовых посредников было принято особое законодательное регулирование, которое поставило данную категорию в привилегированное положение по сравнению с другими финансовыми посредниками. В результате сектор услуг форекс-дилеров фактически продолжал оставаться в «серой» зоне регулирования, получая необоснованные конкурентные преимущества по сравнению с профессиональными участниками рынка производных финансовых инструментов, подвергаемых жесткому регулированию и надзору.

Восьмое непосредственное препятствие - необоснованные многочисленные ограничения на участие в операциях с производными

финансовыми инструментами, как по отношению к мелким частным спекулянтам, представляющим сектор домохозяйств, так и по отношению к институциональным инвесторам.

Во-первых, речь идет об институциональных инвесторах и установлении максимальной доли от совокупного объема вложений в ценные бумаги, которые они могут инвестировать в производные финансовые инструменты. До сих пор в действующих нормативных актах четко не разграничены такие вложения с точки зрения целей – хеджирование или спекуляция.

Во-вторых, начата крайне агрессивная политика по ограничению участия физических лиц в операциях с производными финансовыми инструментами и их инвестициях в структурные продукты. В соответствии с концепцией Банка России предполагается значительно ограничить допуск большинства уже присутствующих на рынке физических лиц к операциям с производными финансовыми инструментами [23]. Кроме того, Центральный Банк планирует ввести серьезный финансовый ценз для покупателей сложных продуктов из числа физических лиц. По некоторым оценкам, доступ к таким инструментам в результате затеянной регулятором реформы может потерять около половины граждан, которые сейчас инвестируют в такие активы [24].

Такие препятствия возникают вследствие более общей проблемы, которую можно охарактеризовать как нацеленность регулятора на запреты в большей мере, чем на создание нормальной системы регулирования и надзора. Такая нацеленность особенно ярко проявляется именно в части рынка структурных инструментов и биржевых производных финансовых инструментов. Так как на сегодняшний день именно физические лица обеспечивают значительную часть оборота биржевого рынка производных финансовых инструментов, данное поведение мегарегулятора представляется исключительно опасным для самого существования рынка производных финансовых инструментов в России.

Девятое непосредственное препятствие - низкая прозрачность срочного рынка, не только внебиржевого, но отчасти и биржевого. При этом Московская биржа постепенно сокращает объем информации о биржевом рынке производных финансовых инструментов, публично раскрываемой на своем сайте. Так, из круга раскрываемой информации выпала информация о структуре инвестиционного спроса на инструменты срочного рынка. Если раньше данные о доле физических лиц, юридических лиц и иностранных инвесторов в обороте и объеме открытых позиций срочного рынка Московской биржи были доступны и позволяли оценивать риски, присущие данному рынку в связи с изменением структуры инвесторов, то сегодня эта информация доступна только самой бирже и регулятору.

Что же касается внебиржевого сектора, то, как уже отмечалось, лишь в самые последние месяцы появилась информация, более или менее достаточная для анализа тенденций развития данного сегмента рынка. Очевидно, что это стало прямым следствием внедрения практики отчитывания внебиржевых сделок перед торговым репозитарием, внедренного в российскую практику в соответствии с рекомендациями «Группы 20». При этом остается совершенно непонятным, почему такая информация появилась только сейчас, если обязанность участников внебиржевого рынка производных финансовых инструментов законодательно вступила в силу с 1 октября 2015 года.

## **Глава 4. Внешние рынки производных финансовых инструментов на российские активы**

### **4.1. Перечень иностранных производных финансовых инструментов на российские активы**

На наш взгляд, более или менее полным является следующий список производных финансовых инструментов, выпускаемых и/или обращающихся на иностранных рынках, базисными активами которых являются российские активы (в данном случае мы понимаем под производными финансовыми инструментами все инструменты, являющиеся таковыми с точки зрения их экономической природы):

1. Инструменты срочного рынка:
  - 1.1 Фьючерс на рубль, торгуемый в Чикаго (Chicago Mercantile Exchange)
  - 1.2 Опционы на фьючерс на рубль (Chicago Mercantile Exchange)
  - 1.3 Фьючерсный контракт на поставку российской светлой сырой нефти (Russian Export Blend Crude Oil), торговавшийся в Чикаго (Chicago Mercantile Exchange), затем торговавшийся в Нью-Йорке (NYMEX) с клирингом в Чикаго
2. ETF
3. Инвестиционные сертификаты и другие секьюритизированные производные финансовые инструменты (структурированные инструменты)
4. Инструменты секьюритизации российских активов, в том числе:
  - 4.1 Основанные на активах
  - 4.2 Инструменты ипотечной секьюритизации
  - 4.3 CLN и другие аналогичные инструменты (инструменты «кредитной» секьюритизации)
5. Кредитные деривативы: CDS и другие подобные инструменты на российские активы.

Далеко не все инструменты из перечисленных выше имеют в той или иной степени прозрачные рынки, поэтому далее мы будем опираться в основном на информацию о тех инструментах, условия выпуска и обращения которых, включая рыночные параметры, обладают необходимым уровнем транспарентности. Самые открытые с точки зрения информации рынки из вышеперечисленных – рынки срочных инструментов на российские активы.

Фьючерс на рубль (на курс рубль-доллар, в долларах за 1 рубль) торгуется в Чикаго на Chicago Mercantile Exchange (CME). Является расчетным контрактом, не предполагающим поставку. В настоящее время по объему торговли данный фьючерс занимает 7 – 8 места среди фьючерсов на курсы валют на CME.

При этом как по объему торговли, так и по объему открытых позиций фьючерсная торговля на курс рубль-доллар в Чикаго уступает аналогичной торговле на Московской бирже. «Моментальный снимок» в день 27 октября 2017 года показывает, что по объему торговли чикагский фьючерсный рынок на курс рубль-доллар составляет около 3% от аналогичного московского рынка. По стоимости открытых позиций чикагский рынок составляет около 59% от аналогичного московского рынка.

Тем не менее, необходимо отметить, что Чикагская биржа и американский рынок в целом кардинально отличаются от Московской биржи и российского рынка в целом в лучшую сторону в плане информационной прозрачности рынка соответствующего производного инструмента и по простоте поиска, представления и получения данной информации. Удобство поиска, представления и получения информации на сайте Чикагской биржи дополняется значительно более высокой полнотой информации о данном рынке, которая содержится как на сайте самой Чикагской биржи, так и на сайте регулятора срочного рынка США – Commodity Futures Trading Commission (CFTC).

Russian Export Blend Crude Oil (REBCO) – изначально поставочный фьючерсный контракт на 1000 баррелей нефти, базис поставки - FOB

Приморск, торговался на бирже в Чикаго (Chicago Mercantile Exchange). Затем он превратился в расчетный фьючерсный контракт и торговался в Нью-Йорке (на NYMEX, которая к тому времени вошла в состав CME Group) с клирингом в Чикаго. Минимальные торговые обороты сохранялись на бирже по данному контракту до декабря 2012 года. Проект запуска REBCO был признан неудачным.

Кроме незначительного количества ETF, торгуемых на Московской бирже, во всех других случаях выпуска ETF на российские активы они выпускаются в иностранных юрисдикциях и там же предлагаются инвесторам. Всего, по данным ETF Database, в мире обращаются паи 154 ETF, в состав активов которых входят российские активы, или которые ориентированы на динамику цен российских активов (или учитывают эту динамику) [25].

Из этих фондов лишь 2 крупных ETF состоят из российских активов более, чем на 90%: VanEck Vectors Russia ETF и iShares MSCI Russia Capped ETF. VanEck Vectors Russia ETF обладает активами в 2,09 млрд. долл., инвестированных в акции 31 российских корпораций. Среднедневной объем торговли паями данного фонда в октябре 2017 года составил 5,2 млн. долларов [26]. iShares MSCI Russia Capped ETF обладает активами в 621 млн. долл., инвестированных в акции 29 российских корпораций. Среднедневной объем торговли паями данного фонда в октябре 2017 года составил 274 тыс. долларов [27]. Паи обоих ETF обращаются на Нью-Йоркской фондовой бирже (в сегменте NYSE Arca). Они представляют крупнейшие группы управления активами и, в отличие от фондов, торгующихся на Московской бирже, ориентированы на глобальных инвесторов.

По оценкам информационного агентства Cbonds, в России обращаются структурные еврооблигации 3 эмитентов: ABN Financial Limited, Mikro Kapital и БКС. Всего объем эмиссии составляет 7,235 млрд. руб., большинство этого объема приходится на БКС.



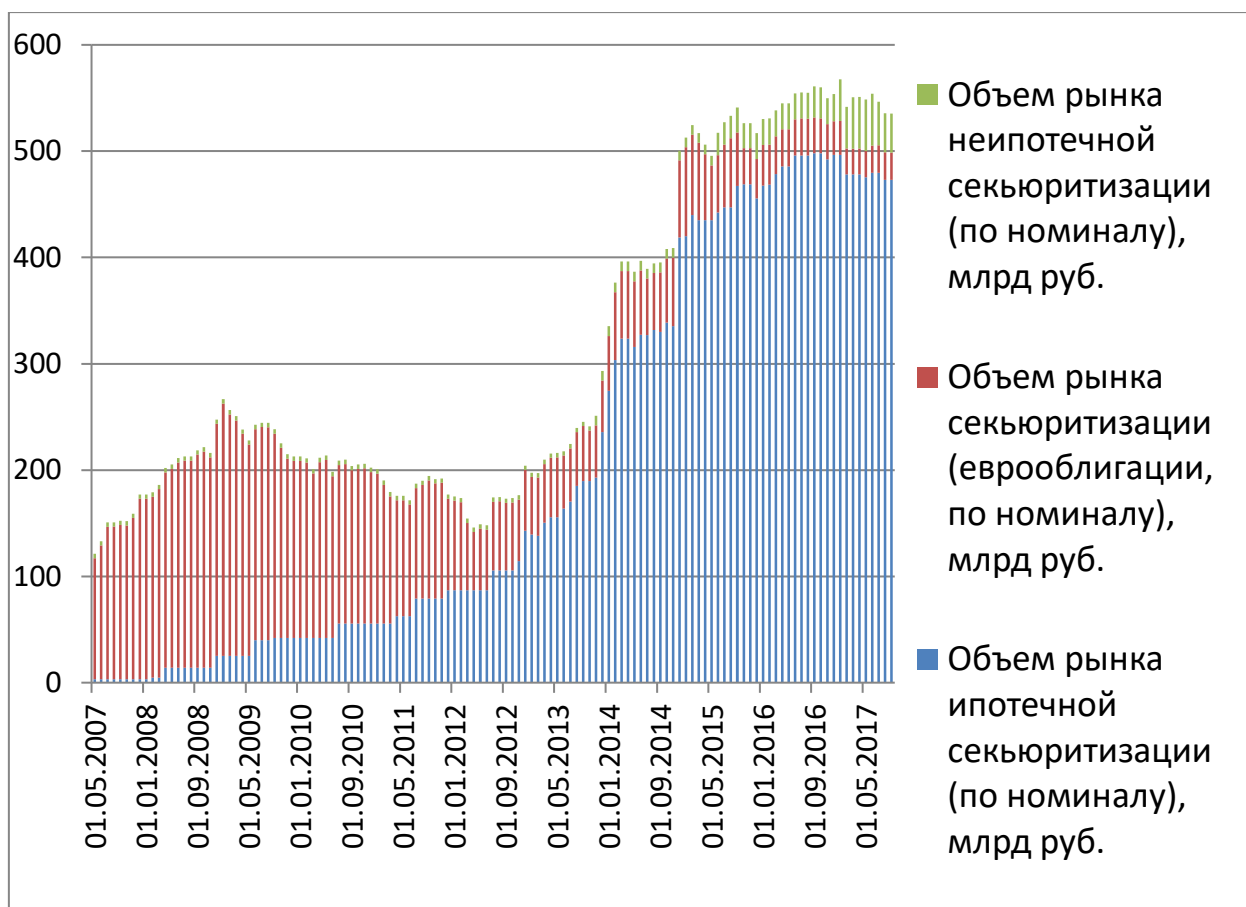
Сектор структурированных инструментов характеризуется наибольшим переплетением внутреннего и внешнего рынков. При этом может наблюдаться любое сочетание трех основных параметров резидентности (резидентной принадлежности): юрисдикция активов, лежащих в основе таких инструментов; юрисдикция эмитента структурированного продукта и, соответственно, юрисдикция выпуска данного инструмента; юрисдикция обращения структурного инструмента.

Так, среди отмеченных выше структурных евробондов, кроме структурных облигаций на иностранные активы (такие, как акции Facebook, Apple и т.д.), есть еще и структурные еврооблигации, в которых базисными активами выступают российские активы. Например, еврооблигация БКС FRN 23aug2027, в которой базисные активы с фиксированным доходом – это паи в инвестиционных облигационных фондах Газпрома, Сбербанка и Райффайзенбанка, а источник плавающего дохода – опцион колл на стоимость тех же самых паёв.

Следует отметить, что переплетение внутреннего и внешнего рынков в сегменте структурированных инструментов часто строится по принципу «выноса за рубеж» наиболее важного звена, в котором формируется доход, который нужно защитить от несовершенства российского правоприменения. При этом крайние звенья цепочки, конструируемой при разработке такого структурированного инструмента, находятся в России.

В части инструментов секьюритизации благодаря агентству Cbonds мы имеем возможность сопоставить объем инструментов секьюритизации российских активов, выпущенных и находящихся в обращении на иностранных рынках, с объемом аналогичных инструментов, выпущенных и находящихся в обращении на российском рынке. Несмотря на то, что данная информация вряд ли является полной, других надежных источников информации о внутренней и внешней секьюритизации российских активов нами не обнаружено.

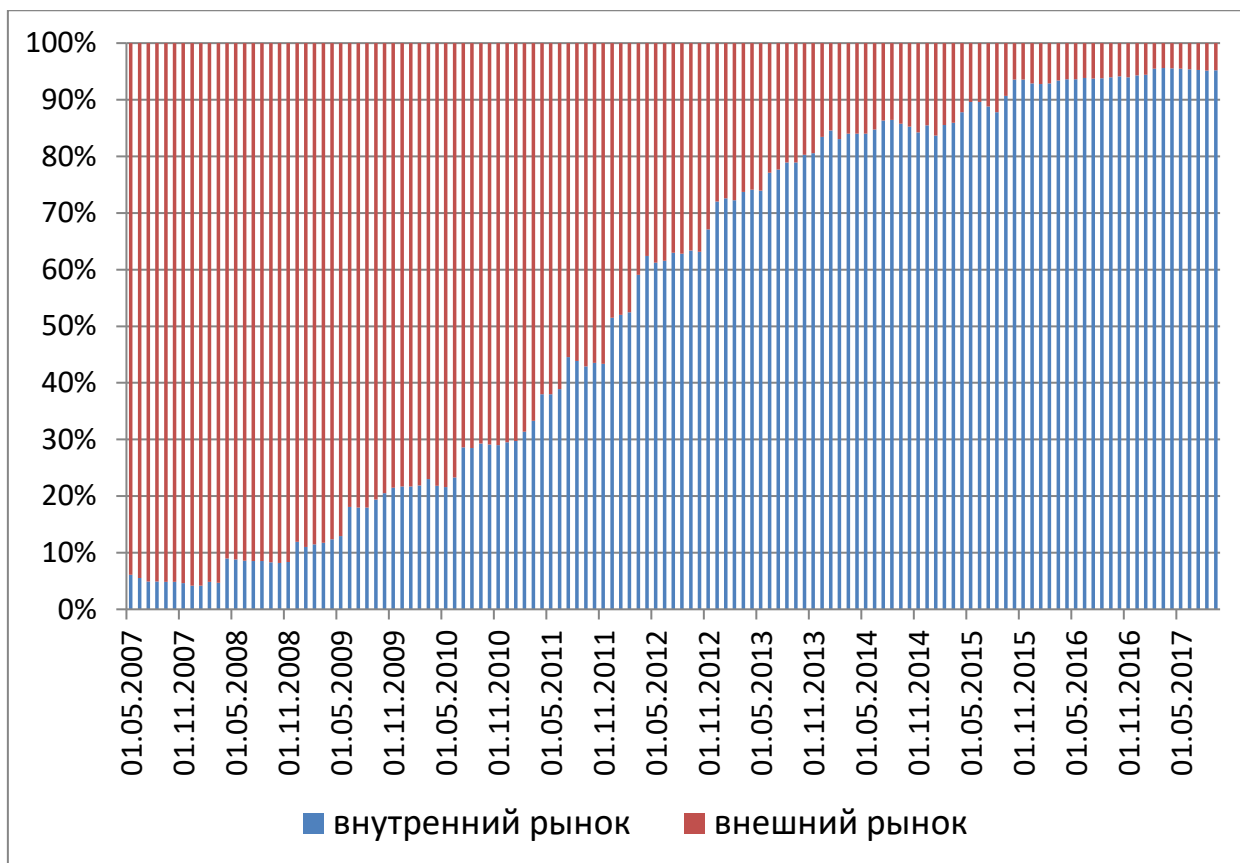
Результаты анализа, проведенного на основании данных информационного портала Cbonds.ru, представлены на рисунке 6.



Рассчитано по данным Cbonds.ru.

Рисунок 6 – объем стоимости в обращении инструментов секьюритизации российских активов на внутреннем рынке (не ипотечная и ипотечная секьюритизация) и на иностранных рынках (еврооблигации)

Безусловно, обращает на себя внимание рост совокупного объема обращающихся инструментов секьюритизации на российские активы, начиная с 2012 года. Но еще важнее изменение структуры рынка инструментов секьюритизации на российские активы, разделяющей эти инструменты секьюритизации на внутренние и внешние инструменты (т.е. обращающиеся на внутреннем рынке и на иностранных рынках). Для удобства восприятия мы вынесли изменение этой структуры на отдельный график (см. рисунок 7).



Рассчитано по данным Cbonds.ru.

Рисунок 7 – Изменение структуры стоимости в обращении инструментов секьюритизации российских активов на внутреннем рынке и на иностранных рынках

Еще раз оговаривая, что, по-видимому, оценки стоимости в обращении инструментов секьюритизации российских активов на иностранных рынках занижены, тем не менее, подчеркнем, что тенденция к перемещению рынка секьюритизации российских активов с иностранных рынков на внутренний рынок выражена крайне ярко. При этом необходимо обратить внимание на тот факт, что согласно данным Cbonds, данная тенденция наблюдалась с 2007-2008 гг., т.е. с момента появления сегмента инструментов секьюритизации на российском рынке, и наибольшей скорости роста доля внутреннего рынка достигла в период 2010 – 2012 гг., т.е. до начала санкций. Именно эти наблюдения мы положили в основу анализа, результаты которого будут представлены в пункте 4.2.

Основной объем выпуска кредитных деривативов на российские активы приходится на иностранные рынки. В качестве примеров кредитных деривативов на российские активы могут быть приведены 5-летний кредитно-дефолтный своп на государственные пятилетние облигации CDS Russia 5Y D14 и 5-летние CDS на евробонды Сбербанка (SBERRU CDS USD SR 5Y D14 CORP). Информация о них присутствует в терминале Блумберг.

Следует отметить, что вполне естественным выглядит тот факт, что кредитные деривативы в отношении обязательств российских резидентов выпускаются на их внешние облигации (т.е. облигации, выпущенные на внешних рынках в соответствии с правом иностранного по отношению к России государства). Во всех случаях выпуска кредитных деривативов на обязательства резидентов Российской Федерации в качестве базисного актива выступали еврооблигации российского Правительства или российских юридических лиц.

#### **4.2. Основные факторы, предопределяющие формирование и перераспределение рынков производных финансовых инструментов на российские активы между юрисдикциями**

В последние годы проявилась тенденция к возвращению операций с производными финансовыми инструментами на российские активы в правовое поле Российской Федерации. Поэтому мы имеем возможность не только выделить те факторы, которые лежат в основе формирования иностранных рынков производных финансовых инструментов на российские активы, но и факторы, которые лежат в основе сокращения доли иностранных рынков в операциях с такими инструментами.

Основными факторами, предопределяющими сохранение иностранных рынков производных финансовых инструментов на российские активы, на наш взгляд, являются:

- наличие в иностранных юрисдикциях более детализированного, и самое главное, более гибкого регулирования отдельных инструментов секьюритизации и сложных структурированных продуктов, позволяющее

существенно снизить уровень неопределенности правового статуса сделок, инструментов и прав держателей по сравнению с российским регулированием;

- в целом значительно менее благоприятный инвестиционный климат в России, по сравнению с теми юрисдикциями, в которых заключаются крупные сделки займа и кредитования (включая синдицированное кредитование), что формирует стимулы к переносу таких операций за пределы Российской Федерации, и, соответственно, к проведению секьюритизации и/или создания структурированных продуктов в связи с такими операциями в иностранных юрисдикциях;

- общий более высокий уровень защиты прав инвесторов в Великобритании и других юрисдикциях Соединенного Королевства, в которых проводятся сделки по секьюритизации российских активов, по сравнению с российскими условиями (в том числе вследствие наличия независимых судов с профессиональными составами);

- более широкий спектр рисков на российские активы, предлагаемых в иностранных юрисдикциях к продаже посредством производных финансовых инструментов;

- наличие большого объема капитала, вывезенного из России (и который не предполагается возвращать в Россию), при инвестировании которого принимается во внимание знание специфики российских активов;

- более высокий уровень транзакционных издержек, сопровождающих сделки секьюритизации и инвестирование в ETF в России, по сравнению с иностранными юрисдикциями;

- наличие необоснованных запретов на инвестиции в отдельные инструменты инвестирования, действующие на российской территории в отношении крупнейших групп инвесторов;

- существующая в большинстве иностранных юрисдикций более гибкая политика резервирования в отношении коммерческих банков, создающая

дополнительные стимулы для применения ими производных финансовых инструментов в различных целях;

- для ряда юрисдикций – рассмотрение производных финансовых инструментов (включая инструменты секьюритизации и структурированные продукты) как единых сложных инструментов, а не как договоров или набора договоров, как в российском правовом поле;

- для ряда рынков – более высокая ликвидность рынков, более высокая концентрация спроса на производные инструменты на российские активы;

- более высокая определенность в отношении налоговых вопросов.

Следует упомянуть, что в работе [28] был проведен анализ основных препятствий для развития в России рынков структурированных продуктов, на основе которого была предложена достаточно хорошо описанная и обоснованная иерархия этих препятствий [28, С.85 - 92], в значительной мере совпадающая с нашим видением данной проблемы. Необходимо особо подчеркнуть, что в работе [28] автор в качестве наиболее распространенного на практике способа преодоления законодательных проблем (включая проблемы неопределенности налогообложения) указывает на заключение аналогичных сделок в оффшорной юрисдикции.

Для срочных рынков важнейшими факторами, предопределяющими тяготение того или иного рынка к той или иной юрисдикции, являются:

- наличие спроса со стороны инвесторов и иных категорий клиентов финансовых организаций на соответствующие виды срочных сделок с российскими активами – в данном аспекте внутренний российский рынок имеет естественное преимущество перед иностранными юрисдикциями;

- наличие судебной защиты по производным финансовым инструментам;

- обеспечение должного уровня ликвидности рынка того или иного срочного инструмента (в значительной мере это следствие первого фактора, но, вместе с тем, свое влияние оказывает и состояние инфраструктуры);

- адекватный налоговый режим срочных сделок.

На примере перетока фьючерсных операций на рынке рубль-доллар мы можем видеть, как при формировании ликвидного рынка в России аналогичный рынок за пределами Российской Федерации переставал быть основным рынком по данному инструменту. Резкий рост операций на внутреннем валютном фьючерсном рынке, в свою очередь, на наш взгляд, был непосредственно связан со следующими событиями:

- с решением судебных инстанций, фактически восстановивших судебную защиту срочных сделок, и с последующим внесением соответствующих изменений в Гражданский кодекс Российской Федерации;

- с внесением изменений в Налоговый кодекс, устранивших возможность неоднозначной трактовки в отношении налогообложения доходов, полученных по операциям на срочном рынке (по большинству срочных операций; в определенном смысле исключением до сих пор остается срочный товарный рынок);

- с формированием современной инфраструктуры срочного рынка в России и созданием адекватного законодательного обеспечения деятельности институтов этой инфраструктуры.

Следует выделить, по крайней мере, две группы факторов, предопределивших наблюдаемое перераспределение объема выпуска инструментов секьюритизации на российские активы из иностранных юрисдикций в российское правовое поле:

- создание необходимой законодательной базы секьюритизации в российской юрисдикции, важным элементом которой стало создание возможности «упаковывать» российские активы в секьюритизированные инструменты на безналоговой основе;

- формирование торгово-расчетной инфраструктуры на российском рынке ценных бумаг, отвечающей требованиям глобальных консервативных инвесторов (вследствие введения в действие законов о центральном депозитарии, о клиринге и об организованных торгах, а также подзаконных актов, изданных в развитие этих законов).

По другим сегментам рынка производных финансовых инструментов (ETF; структурные продукты; кредитные деривативы) тенденции перемещения операций на российские рынки пока не наблюдается. Как представляется, в качестве причин этого могут быть названы:

- отсутствие необходимого правового регулирования (в том числе отказ российских законодателей рассматривать большинство из этих инструментов в качестве производных финансовых инструментов, и, соответственно, отсутствие судебной защиты в российской юрисдикции);

- неопределенность отдельных налоговых вопросов в отношении части из этих инструментов; неопределенность политики резервирования.

Кроме того, значительное влияние на развитие рынков именно этих производных финансовых инструментов оказывают «метапроблемы» - плохой инвестиционный климат, низкий уровень доверия, низкое качество государственных институтов (налоговые органы, судебные институты и т.д.).

В попытке обобщить все сделанные нами выводы (как в отношении факторов, предопределяющих формирование рынков производных финансовых инструментов в той или иной юрисдикции, так и в отношении факторов, предопределяющих перераспределение этих рынков между юрисдикциями) можно указать наиболее важные (критические) факторы, оказывающие, в той или иной степени, универсальное воздействие:

- наличие адекватного, детального и гибкого правового регулирования, включая налоговое регулирование;

- наличие судебной защиты и эффективных судебных институтов;

- эффективно функционирующие финансовые рынки, в том числе современная рыночная инфраструктура, одобренная глобальными участниками финансовых рынков.



## Глава 5. Предложения по развитию рынков производных финансовых инструментов в Российской Федерации

Разработанный нами комплекс предложений по развитию рынков производных финансовых инструментов в России состоит из нескольких блоков, взаимосвязь которых схематически показана на рисунке 8.

Рынки производных финансовых инструментов				
Срочные рынки				Прочие рынки ПФИ
Сложившиеся функционирующие сегменты	Слаборазвитые сегменты		Отсутствующие в России сегменты	
	Процентный	Товарный		
	Дополнительные меры по ускорению развития		Меры по формированию	Меры по развитию
Предложения по развитию срочных рынков (всех сегментов)				прочих ПФИ
Предложения по развитию концептуальных основ законодательного регулирования рынков ПФИ в России				

Рисунок 8 – Взаимосвязь блоков мер по развитию рынков производных финансовых инструментов в России.

В пунктах настоящей главы будут последовательно изложены представленные на схеме блоки предложений.

### 5.1. Предложения по развитию концептуальных основ законодательного регулирования рынков производных финансовых инструментов в Российской Федерации

Среди проблем, связанных со сложившимися концептуальными основами законодательного регулирования рынка производных финансовых инструментов, мы предлагаем вынести на обсуждение следующие проблемы:

1) проблема излишне узкого круга инструментов, законодательно описываемых в качестве производных финансовых инструментов, по

сравнению со всем множеством инструментов, являющихся производными финансовыми инструментами по своей экономической природе;

2) проблема излишне жесткого разделения финансовых инструментов на ценные бумаги и производные финансовые инструменты, не допускающего трактовки одного и того же финансового инструмента одновременно и как ценной бумаги, и как производного финансового инструмента.

Мы предлагаем обсудить целесообразность распространения на структуризированные продукты (включая инструменты секьюритизации), ETF и депозитарные расписки, по крайней мере, отдельных норм, касающихся регулирования рынков производных финансовых инструментов. Наиболее важными в данном контексте представляются нормы, которые способствуют установлению однозначно трактуемого эффективного режима налогообложения и формированию эффективной системы защиты интересов инвесторов в эти финансовые инструменты.

Для этого необходимо обеспечить учет в российском законодательстве двойственного характера данных инструментов, проявляющих как свойства ценных бумаг, так и производных финансовых инструментов. Это предполагает, что законодатель должен отойти от жесткого альтернативного разделения финансовых инструментов на ценные бумаги и производные финансовые инструменты. Такой отход обеспечит возможность трактовки отдельных видов ценных бумаг в качестве производных финансовых инструментов, что позволит подходить к ним именно с этой точки зрения при решении вопросов о раскрытии информации, риск-профилировании потенциального инвестора, управлении рисками, резервировании, учете и налогообложении.

Жесткое разделение между производными финансовыми инструментами и ценными бумагами также является существенным, фактически запретительным барьером для развития рынка секьюритизированных деривативов, прежде всего биржевого сектора данного

рынка. Из самого термина «секьюритизированный дериватив» вытекает двойственная природа такого инструмента, который, для целей полноценного развития рынка таких инструментов, должен рассматриваться одновременно как производный финансовый инструмент и как ценная бумага.

Решение данной проблемы, предлагаемое нами к обсуждению, состоит в принципиальном допущении возможности трактовки производного финансового инструмента в отдельных аспектах или при отдельных условиях также и в качестве ценной бумаги. Это будет способствовать, во-первых, оптимизации налогообложения определенной части финансовых инструментов (в том числе инструментов срочного рынка), и во-вторых, оптимизации объема раскрытия информации о данном инструменте перед клиентами финансовых организаций, причем как неквалифицированных, так и (как показывает пример дела «Транснефть против Сбербанка», это совершенно необходимо) квалифицированных.

Следует отметить, что мы не говорим о необходимости признания производных финансовых инструментов ценными бумагами (т.е. не призываем к переходу к американской концепции регулирования рынка производных финансовых инструментов).

Мы ставим вопрос о том, что, сохраняя в целом действующую в России законодательную концепцию производных финансовых инструментов как договоров, необходимо придать этой концепции большую гибкость. Такой подход аналогичен подходу других национальных законодательных концепций производных финансовых инструментов. Эти концепции, рассматривая производные финансовые инструменты как договоры, предполагают в ряде случаев возможность применения к ним правил (например, налоговых), применяемых к ценным бумагам. На наш взгляд, это позволит избежать нагромождения тех уточнений и изъятий из общих правил, которые необходимы для того, чтобы обеспечить дальнейшее развитие срочных рынков (в первую очередь, срочного товарного рынка) в Российской Федерации.

Следует признать, что понимание производных финансовых инструментов как договоров, концептуально верное и эффективное, на определенных этапах развития части рынков производных финансовых инструментов (в первую очередь, срочного товарного рынка, а также некоторых структурных продуктов) порождает существенные препятствия для их дальнейшего развития. Эти препятствия легко снимаются, как показывает иностранная практика развития законодательства, через повышение гибкости норм, регулирующих производные финансовые инструменты, через учет проявляющейся в определенных моментах двойственности их экономической природы.

Этот же подход будет полезен при «возвращении» в категорию производных финансовых инструментов отдельных финансовых инструментов, понимаемых действующим российским законодательством в качестве ценных бумаг (например, российская депозитарная расписка). И в данном контексте мы также не призываем ни к полному слиянию понятий «ценная бумага» и «производный финансовый инструмент», ни к переводу, например, российской депозитарной расписки из категории ценных бумаг в категорию производных финансовых инструментов. Но что совершенно необходимо сделать – предусмотреть, что такие инструменты, имеющие двойственную природу, должны регулироваться с учетом их повышенного уровня риска. Информация о таких инструментах должна раскрываться по принципам раскрытия информации, применимым к производным финансовым инструментам как инструментам повышенного риска.

В приведенном примере – российская депозитарная расписка – это пока не столь критично, так как пока еще не привело к получению инвесторами существенных убытков по причине либо неполного осознания ими рисков, либо неполного раскрытия информации об этом инструменте. Но такие убытки уже понесли многочисленные инвесторы в структурированные продукты, которые также могут принимать юридическую форму ценных бумаг.

Проблема неэффективности судебной системы является серьезнейшим препятствием для всего социально-экономического и политического развития страны. Эта неэффективность обусловлена отсутствием реальной независимости судебной системы в целом, отдельных судебных институтов и отдельных судей; высоким уровнем коррумпированности данной системы, и что самое главное для развития рынка производных финансовых инструментов – отсутствием должного уровня квалификации у подавляющего большинства действующих судей.

Для развития рынка производных финансовых инструментов требуется не просто кардинальное повышение независимости судебной системы и снижение ее коррупционности, но и формирование профессиональных составов суда, способных не только объективно, но и профессионально разобраться в сути судебных споров, связанных с производными финансовыми инструментами.

## **5.2. Предложения по развитию срочных рынков**

Для развития срочных рынков, адекватных целям и задачам развития экономики необходимо, во-первых, устранить те препятствия, которые мешают развитию этих рынков, и, во-вторых, стимулировать их развитие, особенно тех секторов, которые в настоящее время отсутствуют на российском рынке, либо развиваются крайне медленно.

Для устранения препятствий развития срочного рынка необходимо:

- 1) обеспечить безусловное гарантирование исполнения срочных договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, за счет создания специального финансового суда (суда со специальным составом судей, обладающих необходимым уровнем квалификации) и обеспечения его независимости;

- 2) преодолеть неполноту и нечеткость законодательного и нормативного регулирования срочных рынков и срочных инструментов, в том числе в части налогообложения;

3) реализовать комплексную программу повышения финансовой грамотности, в том числе:

- менеджеров предприятий реального сектора в части вопросов возможностей использования инструментов срочного рынка для хеджирования, оценки рисков инструментов срочного рынка, расчета стоимости позиции и пределов изменения ее стоимости, и т.д.

- частных инвесторов, принимающих на себя риски посредством участия в срочных операциях в качестве спекулянтов;

4) предусмотреть отказ регулятора от прямолинейных запретов участия в операциях со срочными инструментами отдельным категориям инвесторов и перейти к более гибкому регулированию операций на срочном рынке, в т.ч.:

- в отношении всех категорий институциональных инвесторов инвестирование в инструменты срочного рынка должно быть разрешено при условии, что использование срочных рынков производится ими в целях хеджирования и может быть оправдано с точки зрения принципов «разумного инвестора»;

- в отношении отдельных категорий институциональных инвесторов (паевых инвестиционных фондов с относительно высоким уровнем риска, с т.з. их инвестиционной декларации; биржевых инвестиционных фондов) должно быть разрешено инвестирование в инструменты срочного рынка с целью извлечения спекулятивной прибыли, при соблюдении ими определенных пропорций, вытекающих из принципов «разумного инвестора»;

- в отношении домохозяйств инвестирование в инструменты срочного рынка должно быть разрешено с учетом их риск-профилирования (но окончательное решение в любом случае должно оставаться за инвестором);

5) устранить дискриминацию срочного рынка со стороны конкурирующего с ним сегмента финансового рынка форекс-дилеров;

б) повысить прозрачность рынка производных финансовых инструментов в России (в т.ч. биржевого сегмента данного рынка), обеспечив всем категориям инвесторов, спекулянтов и хеджеров возможность получать без дополнительных издержек всю информацию, необходимую для принятия обоснованных решений<sup>3</sup>;

7) устранить ошибки в государственной политике по развитию срочных рынков, а также предусмотреть, что развитие срочного рынка должно стать одним из приоритетов развития финансового рынка Российской Федерации.

Следует отметить, что в вышеприведенные предложения по преодолению препятствий для развития срочных рынков мы не включали те меры, которые уже реализуются регулятором (Банком России) или срочными биржами.

Из существующих в России сегментов срочного рынка в развитии наиболее заметно отстают процентные инструменты и товарные инструменты. Для обеспечения их надлежащего развития необходимы дополнительные меры по отношению к этим сегментам.

Развитие срочного процентного рынка играет чрезвычайно важную роль в развитии других видов государственных политик на финансовом рынке. В частности, наличие срочного процентного рынка исключительно важно для проведения эффективной денежно-кредитной политики. Особую актуальность данный тезис приобрел в современных российских условиях, характеризующихся переносом центра тяжести инструментария денежно-кредитной политики из сферы валютного рынка в сферу процентных индикаторов.

Для ускорения развития срочного биржевого процентного рынка, превращения его в заметный сегмент срочного рынка предлагается реализовать несколько направлений мер.

---

<sup>3</sup> Включая информацию о динамике открытых позиций в любом временном фрейме, информацию о ежедневных объемах торгов, как по каждому отдельному контракту, так и по аналитическим группам контрактов; информацию о распределении открытых позиций между отдельными категориями участников – т.е. всю ту информацию, которую иностранные срочные биржи и/или иностранные регуляторы срочных рынков без ограничений раскрывают в режиме он-лайн.

Первое направление - стимулирование развития биржевого сегмента процентных срочных инструментов за счет перемещения на этот сегмент части сделок из внебиржевого сегмента за счет применения следующих мер:

- особое стимулирование программ маркет-мейкерства на срочном процентном рынке (целесообразно осуществлять бирже);
- активизация изменений в налогообложении операций с процентными деривативами, проводимых в целях хеджирования;
- создание различных режимов для учета (и, как следствие, налогообложения) и для резервирования процентных деривативов, обращающихся и не обращающихся на биржевом рынке.

Второе направление - активизация использования плавающих ставок в деловом обороте. Такая активизация могла бы состояться в случае нацеленной политики эмитентов государственных и муниципальных ценных бумаг на все более активное использование процентных ставок при установлении купонного дохода по выпускаемым облигациям. Кроме того, выпуск облигаций (особенно федеральных), доходность которых привязана к различным макроэкономическим бенчмаркам, в том числе связанным с параметрами процентного рынка, может стать весьма значимым фактором привлечения сбережений населения на рынок ценных бумаг.

Срочный товарный рынок имеет существенное отличие от других срочных рынков, заключающееся в наличии большого количества факторов, завязанных на физическую поставку товара. Рынок производных финансовых инструментов, в основе которых лежит физический товар, весьма чувствителен к целому ряду проблем, среди которых необходимо выделить проблемы хранения товара, транспортировки товара и наличия ограничений инфраструктурного характера, передачи товара от продавца покупателю, стандартизации технических характеристик товара, наличия объективно обусловленного многократного разрыва между размером стандартной минимальной поставочной («танкерной») партии физического товара и размером биржевого лота, наличия дополнительных нормативно-правовых



ограничений, связанных с конкретным видом товара (в т.ч. таможенных) и т.д.

Поэтому в дополнение к мерам, нацеленным на развитие срочного рынка в целом, требуются также и решения, характерные именно для этого сегмента срочного рынка. К таким решениям, на наш взгляд, относятся:

- 1) Оптимизация базиса поставки (нахождение оптимального решения в отношении стандартизированного места поставки).
- 2) Объединение в срочном контракте услуг на поставку товаров с услугами на транспортировку (что фактически означает превращение контракта на внутреннюю поставку во внешний контракт).
- 3) Секьюритизация и дигитализация процесса поставки товара в порядке исполнения срочного контракта с целью минимизации издержек на хранение и транспортировку товара при завершении контракта физической поставкой.
- 4) Повышение ликвидности срочных биржевых товарных рынков (за счет увеличения количества биржевых брокеров; мер по привлечению максимально возможного числа участников и капиталов, а также мер по предотвращению дробления рынка).
- 5) Стимулирование повышения доли биржевой торговли на рынках типично биржевых товаров (посредством квотирования экспортных поставок и переноса части объемов государственных товарных интервенций на срочные рынки).
- 6) Выбор приоритетных биржевых товаров для формирования срочных биржевых рынков, и предоставление таким рынкам определенных льгот в форме либерализации регулирования данного товарного рынка в его биржевой части.
- 7) Решение проблем налогообложения, возникающих при функционировании срочных биржевых товарных рынков.

- 8) Решение отдельных проблем валютного и таможенного регулирования, возникающих при функционировании срочных биржевых товарных рынков (отмена необходимости оформления паспорта сделки и др.)

Из отсутствующих в России сегментов срочного рынка наиболее полезно было бы создание и развитие следующих сегментов:

- фьючерсы на транспортные тарифы (прежде всего, железнодорожного и трубопроводного транспорта);
- погодные (климатические) деривативы;
- фьючерсы на квоты, в том числе на экспортные квоты и на квоты на выброс углекислого газа и иные вредные выбросы.

Более детальные предложения по развитию новых сегментов должны вырабатываться в сотрудничестве с профессионалами рынка.

### **5.3. Предложения по развитию рынков прочих производных финансовых инструментов**

Как уже отмечалось, сужение круга инструментов, признаваемых в качестве производных финансовых инструментов действующим российским законодательством, происходит в основном за счет производных финансовых инструментов, не являющихся инструментами срочного рынка. В рамках настоящего пункта нами будут сформулированы предложения по развитию именно этой части спектра производных финансовых инструментов, а именно: структурных продуктов, инструментов секьюритизации, ETF.

По нашему мнению, для дальнейшего развития внутренних рынков структурированных продуктов наиболее важными мерами являются следующие:

- специальная регистрация части таких инструментов как инструментов с повышенным уровнем риска (в т.ч. структурированных депозитов);
- ужесточение требований к раскрытию информации по структурированным продуктам и к риск-менеджменту в целом;

- обеспечение листинга и вторичного обращения структурированных продуктов на российских биржах;
- стимулирование расширения предложения структурированных продуктов.

В настоящее время в подавляющем большинстве случаев выпуск структурированных продуктов осуществляется в форме депозитов, что не ведет ни к регистрации проспекта эмиссии, ни к инициации процедур риск-менеджмента, характерных для работы с финансовыми инструментами повышенного риска. Другими словами, свободно предлагается неограниченному кругу лиц целый класс производных финансовых инструментов с любым (потенциально неограниченным) уровнем риска, но этот класс никак не выделяется из продуктов с принципиально иным, намного более низким риском. Ярчайшим примером в данном случае служат предложения банков депозитов со встроенным бинарным опционом.

Для преодоления этого противоречия необходима отдельная (специальная) регистрация выпуска структурированных продуктов, в т.ч. продуктов, сконструированных в форме депозитов. К этим продуктам должны предъявляться требования, аналогичные требованиям к другим производным финансовым инструментам.

В первую очередь такие требования должны предъявляться к риск-менеджменту институциональных инвесторов и коммерческих банков, инвестирующих в такие продукты. Вместе с тем не менее значимыми могут быть и потери самих «эмитентов» данных инструментов, поэтому дополнительные требования по риск-менеджменту должны быть сформулированы в отношении банков, предлагающих такие продукты.

Раскрытие информации при выпуске структурных продуктов должно осуществляться исходя из максимального уровня прозрачности, в первую очередь в отношении уведомления о рисках, связанных с инвестированием в такие продукты. Для обеспечения полноценного информирования потенциальных инвесторов о рисках инвестирования в структурные

продукты необходимо немедленное введение предконтрактного раскрытия информации о финансовых услугах (продуктах) в форме паспорта финансовой услуги (продукта). В данном контексте крайне высокую степень актуальности приобретает ранее сделанное предложение о повышении полноты раскрытия информации о результатах деятельности финансовых и нефинансовых организаций; снижение транзакционных издержек внутренних инвесторов при получении такой информации [29, С. 86].

Составной частью снижения риска инвесторов должно стать обязательное риск-профилирование потенциальных инвесторов, которое бы осуществлялось не только профессиональными участниками рынка ценных бумаг (в отношении которых соответствующие требования уже действуют сегодня, исходя из общих требований к профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг), но и кредитными организациями.

Наряду с раскрытием информации важнейшим фактором снижения рисков инвесторов при инвестировании в структурированные продукты является организация биржевой торговли данными инструментами. В данном случае особое значение имеют два аспекта. Во-первых, биржевая торговля может обеспечить формирование справедливых цен структурированных продуктов (в настоящее время, по некоторым оценкам, инвесторы могут терять до половины доходности вследствие необоснованного отклонения цен предлагаемых им структурированных продуктов от их справедливой стоимости). Во-вторых, организация вторичного обращения структурированных продуктов, особенно посредством биржевых торгов, способствует обретению структурными продуктами определенной ликвидности, что создает предпосылки для безубыточного выхода инвестора из инвестиции до окончания срока обращения структурного продукта.

В качестве предложений в этом направлении следует рекомендовать Московский Бирже учесть опыт иностранных бирж, в первую очередь Немецкой биржи (в листе которой находятся более 1,6 млн. секьюритизированных деривативов) и Гонконгской биржи (на долю которой

приходится 77% мирового объема биржевой торговли секьюритизированными деривативами).

Стимулирование выпуска структурных инструментов, на наш взгляд, в настоящее время в значительной мере связано с активностью государства как эмитента ценных бумаг. В течение последнего года наблюдались, во-первых, фактически ажиотажный (учитывая крайне плохие инвестиционные характеристики предлагаемых инструментов) спрос домохозяйств на федеральные облигации, и во-вторых, резкое оживление предложения структурных продуктов банками, в том числе с заведомо неприемлемыми для массового инвестора соотношениями «риск-доходность». На наш взгляд, выровнять ситуацию могло бы расширение спектра государственных облигаций за счет выпуска облигаций с инвестиционными характеристиками, на которые есть запрос со стороны домохозяйств (индексированные по инфляции, по курсу доллара, по цене нефти, по цене на недвижимость), а также стимулирование выпуска аналогичных продуктов (но с умеренным уровнем риска) частными заемщиками [29, С. 86].

В последние годы в России были созданы необходимые законодательные основания для эффективного проведения секьюритизации в рамках российской юрисдикции. Первый шаг в установлении правовых механизмов секьюритизации в России был сделан с принятием Федерального закона от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», сделавший возможным т.н. ипотечную секьюритизацию. Следующим шагом, сделанным через 10 лет после этого, стало принятие Федерального закона от 21 декабря 2013 года N 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (иногда называемого «законом о секьюритизации»), который создал необходимые законодательные основания для проведения в рамках российской юрисдикции неипотечной секьюритизации.

Создание в России законодательных основ секьюритизации не замедлило сказаться на перераспределении в пользу российской юрисдикции

рынка сделок секьюритизации российских активов. Вместе с этим, профессиональным сообществом были осознаны нерешенные проблемы, которые продолжают оставаться препятствиями для дальнейшего роста объемов секьюритизации российских активов. Можно выделить три основные препятствия такого рода:

- ограниченность круга активов, которые могут являться основой для процессов секьюритизации;
- высокие транзакционные издержки секьюритизации, складывающиеся, в том числе, из элементов затрат, уровень которых регулируется нормативно;
- отсутствие необходимых предпосылок для формирования рынков активов, являющихся основой для секьюритизации, и, соответственно, формирования объективных рыночных цен на эти активы.

Расширение перечня активов, которые могут являться предметом залога в процессах секьюритизации, должно стать следующим шагом в развитии процессов секьюритизации. Такое расширение должно происходить за счет включения в поле потенциальной секьюритизации следующих групп активов: земельные участки; неизвлеченные полезные ископаемые; лицензии; отдельные виды интеллектуальной собственности; драгоценные металлы; квоты (в т.ч. транспортные); товары на складе и т.д.

Крайне полезно создание рынков таких инструментов, в результате чего произошло бы придание активам (с том числе лежащим в основе секьюритизированных продуктов) рыночной оценки, в том числе в целях использования в качестве залога, за счет организации биржевой торговли соответствующими инструментами, упрощения выпуска и обращения складских расписок и т.д. [29, С. 86].

В ряде случаев ценообразование осуществляется на рынках производных финансовых инструментов (самый известный пример – формирование цен на нефть на фьючерсном рынке), это в полной мере относится к рынкам секьюритизации. В данном случае особая роль

принадлежит бирже, и успех в процессе придания активам рыночной оценки в первую очередь зависит не от действий государства (законодателя или регулятора), а от действий организаторов торговли.

Вместе с тем большое значение имеют действия регулятора по определению правил формирования ценовых индикаторов. В этом направлении следует отметить те меры, которые предпринял Банк России по установлению требований к качеству формирования финансовых индикаторов [30] и к качеству функционирования ценовых центров [31].

Аналог *ETF* в рамках российского правового поля – биржевой ПИФ. Но в реальности в настоящее время не существует ни одного зарегистрированного ПИФа данного типа. Участники рынка считают, что отсутствие таких институтов на российском рынке, являющимися альтернативой иностранным управляющим компаниям, управляющим ETF, связано с отсутствием подзаконных актов, детализирующих требования законодательства.

Для современных российских условий крайне важно формирование национального рынка современных продуктов в области коллективных инвестиций, таких как биржевые паевые инвестиционные фонды (ETFs), биржевые инвестиционные фонды недвижимости (ru-REITs) и других, позволяющих использовать преимущества коллективных инвестиций и биржевых технологий при заключении сделок и расчетов с паями данных фондов [29, С.86]. Необходима «перезагрузка» проекта по формированию биржевого рынка инвестиционных паев закрытых ПИФов [18, С.127 - 128].

Поэтому требуется в кратчайшие сроки завершить формирование нормативной базы функционирования российских аналогов ETF и других инновационных институтов рынка коллективных инвестиций, дополнив уже существующее законодательное обеспечение подзаконными актами Банка России.

## **Заключение**

В рамках настоящего препринта представлены результаты анализа текущего состояния рынка производных финансовых инструментов в России и препятствий для его дальнейшего развития, сформулированы предложения по мерам государственной политики в этой сфере.

Существуют многочисленные препятствия для использования возможностей срочного рынка предприятиями реального сектора, среди которых необходимо отметить высокие юридические и налоговые риски; неполноту гарантий исполнения сделок; узкий спектр обращающихся инструментов; низкую срочность инструментов срочного рынка, не позволяющую осуществлять долгосрочное хеджирование; неравную конкурентную позицию данного рынка по сравнению с параллельным рынком услуг форекс-дилеров; избыточные ограничения на участие в срочных операциях, действующие в отношении крупнейших групп внутренних инвесторов; низкую прозрачность срочного рынка.

Наиболее опасные факторы, которые могут привести к разрушению срочного рынка в России – неадекватность судебных решений, фактически отменяющих исполнение законно заключенных срочных контрактов, и желание регулятора жестко ограничить доступ на данный рынок физических лиц, на которых он в значительной мере держится.

Существует проблема формирования рынков производных финансовых инструментов на российские активы в иностранных юрисдикциях. В то же время после 2011 года наметилась тенденция к возвращению части рынков ПФИ на российские активы в российскую юрисдикцию, что стало следствием, в том числе, активной работы по формированию необходимой законодательной базы для функционирования таких рынков.

Существует определенная нелогичность в развитии регулирования рынка производных финансовых инструментов. Многие инструменты, являющиеся по своей природе (включая природу формируемых ими рисков)



производными финансовыми инструментами, не признаются в качестве таковых российским законодательством. Российское законодательное регулирование рынка производных финансовых инструментов концептуально опирается на лучшие зарубежные модели, но на определенном этапе развития этого рынка оно формирует препятствия в силу его недостаточной гибкости. Двойственность природы производных финансовых инструментов должна быть учтена в регулировании.

Для устранения препятствий развития рынка производных финансовых инструментов в России необходимо: обеспечить безусловное исполнение срочных договоров за счет создания специального финансового суда и обеспечения его независимости; преодолеть неполноту и нечеткость регулирования (в т.ч. налогового); реализовать комплексную программу повышения финансовой грамотности; предусмотреть отказ регулятора от прямолинейных запретов и перейти к более гибкому регулированию операций на срочном рынке; устранить дискриминацию срочного рынка со стороны конкурирующего с ним рынка услуг форекс-дилеров; повысить прозрачность рынка производных финансовых инструментов в России; расширить круг активов, которые могут являться основой для секьюритизации; ввести специальную регистрацию структурных инструментов как инструментов с повышенным уровнем риска; повысить требования к раскрытию информации по структурированным продуктам; стимулировать организацию вторичных рынков секьюритизированных и структурных продуктов.

Развитие рынка производных финансовых инструментов исключительно важно в период накопления и усложнения рисков различной природы, так как именно данные инструменты являются одним из наиболее эффективных механизмов хеджирования. Поэтому эффективное развитие этого рынка должно стать одним из приоритетов государственной политики на финансовом рынке.

## **Список использованных источников**

1 Handbook on securities statistics / International Monetary Fund, Bank for International Settlements, European Central Bank. — Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2015.

2 International Options Market Association (IOMA) Report. August 2010. — WFE/IOMA, 2010. Режим доступа: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/research/wfe-research>.

3 ISDA. Asset Classes. Режим доступа: <http://www2.isda.org/asset-classes/>

4 Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 32 «Финансовые инструменты: представление». / Консолидированная версия МСФО. Режим доступа: [https://www.minfin.ru/common/upload/library/2017/01/main/MSFO\\_IAS\\_32.pdf](https://www.minfin.ru/common/upload/library/2017/01/main/MSFO_IAS_32.pdf)

5 Code of Federal Regulations – 17 CFR 240.16a-1 – Definition of terms. Режим доступа: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.16a-1>

6 «The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001». Режим доступа: <http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2001/544/contents/made>

7 Financial Service and Capital Market Act 2012. Режим доступа: [https://www.fsc.go.kr/eng/new\\_financial/securities.jsp?menu=0203&bbsid=BBS0087](https://www.fsc.go.kr/eng/new_financial/securities.jsp?menu=0203&bbsid=BBS0087)

8 Securities Trading Act 1998. Режим доступа: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/WpHG\\_en.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/WpHG_en.html)

9 Financial instruments and Exchange Act. Режим доступа: <http://www.fsa.go.jp/common/law/fie01.pdf>

10 Reserve Bank of India Act 1934. Режим доступа: [https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Publications/PDFs/RBIAM\\_230609.pdf](https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Publications/PDFs/RBIAM_230609.pdf)

11 Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

12 Федеральный закон от 21.11.2011 N 325-ФЗ "Об организованных торгах".

13 Пискулов Д.Ю. 2017. Российский рынок деривативов в 2016 году: результаты исследования НФА. // Деньги и кредит. № 3.

14 Стандартная документация для срочных сделок на финансовых рынках. 2011. АРБ, НВА, НАУФОР. Режим доступа: <http://naufor.ru/tree.asp?n=7492>

15 G-20 Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit. Pittsburgh. 2009. September 24 – 25. Режим доступа: [www.g20-g8.com/g8-g20/root/bank\\_objects/EN\\_declaration\\_finale\\_pittsburgh2009.pdf](http://www.g20-g8.com/g8-g20/root/bank_objects/EN_declaration_finale_pittsburgh2009.pdf)

16 Моисеев С.Р., Пантина И. В. Проблемы и перспективы развития торговых репозитариев. // Деньги и кредит. 2015. № 9. С. 8 – 13.

17 Режим доступа: [http://www.cbr.ru/finmarket/projects/projects\\_p2/](http://www.cbr.ru/finmarket/projects/projects_p2/)

18 Абрамов А.Е. Российский финансовый рынок: факторы развития и барьеры роста. – М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2017.

19 WFE IOMA 2016 derivatives report. April 2017. - World Federation of Exchanges, 2017.

20 Смирнова Т. Драйвер для развития рынка деривативов у нас один – адекватное регулирование // Financial One. 2017. Режим доступа: <https://fomag.ru/news/drayver-dlya-razvitiya-rynka-derivativov-u-nas-odin-adekvatnoe-regulirovanie/>

21 Малышев П.Ю. 2013. Создание репозитария как способ обеспечения финансовой стабильности. // Деньги и кредит. № 1.

22 Карпенко А. Цена риска: чем «дело «Транснефти» против Сбербанка важно для бизнеса. // РБК. 14 июня 2017 года. Режим доступа: <http://www.rbc.ru/opinions/finances/14/06/2017/59412a179a7947586bc87d88>

23 Банк России. Совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке посредством введения регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного профиля. Доклад для общественных консультаций. - М., Июнь 2016.

24 Баева А., Божко М. ЦБ резко ограничит круг покупателей сложных финансовых продуктов. // РБК. 14 июня 2017 года. Режим доступа: <http://www.rbc.ru/finances/14/06/2017/59401ec69a794723d8fb13e2>

25 ETF Database. Режим доступа: <http://etfdb.com/tool/etf-country-exposure-tool/>

26 VanEck. VanEck Vectors Russia ETF. Режим доступа: <https://www.vaneck.com/etf/equity/rsx/overview/>

27 iShares by BlackRock. iShares MSCI Russia Capped ETF. Режим доступа: <https://www.ishares.com/us/products/239677/ishares-msci-russia-capped-etf>

28 Глухов М.Ю. Структурированные финансовые продукты в системе финансового инжиниринга: дисс. на соиск. ученой степени канд. экон. наук. - М., 2007. 214с.

29 Данилов Ю.А., Абрамов А.Е., Буклемишев О.В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. – М.: Центр стратегических разработок, июль 2017. Режим доступа: <http://csr.ru/wp-content/uploads/2017/07/Report-Financial-markets-v2-web.pdf>.

30 Информационное письмо Банка России от 30.09.2015 № 06-51/8518 «Об оценке качества формирования финансовых индикаторов и качества функционирования организаций, осуществляющих формирование финансовых индикаторов».

31 Информационное сообщение Банка России от 25.11.2015 «Об оценке качества функционирования ценовых центров».