

**Павел Соловьев**

Начальник Отдела развития Управления рынка стандартных контрактов ЗАО ММВБ, к.э.н.

**Павел Никишин**

Специалист Отдела развития Управления рынка стандартных контрактов ЗАО ММВБ

ФОНДОВЫЕ ДЕРИВАТИВЫ НА СРОЧНОМ РЫНКЕ ГРУППЫ ММВБ

27 апреля 2009 г. начались торги новыми инструментами на срочном рынке Группы ММВБ — поставочными фьючерсами на акции. В настоящее время сегмент рынка производных инструментов на ценные бумаги и фондовые индексы представлен расчетным фьючерсом на Индекс ММВБ и поставочными фьючерсами на обыкновенные акции ОАО «Газпром», ОАО «Сбергательный банк РФ», ОАО «НК «ЛУКОЙЛ» и ОАО «ГМК «Норильский никель». Рынок фондовых деривативов в Группе ММВБ развивается весьма динамично. Несмотря на снижение торговой активности во

второй половине 2008 г. в условиях разразившегося кризиса, количественные показатели срочного рынка достаточно быстро восстановились, а сейчас показывают стремительный рост. Среднедневной оборот торгов фондовыми деривативами за третий квартал 2009 г. вырос более чем в 20 раз по сравнению со средним значением за весь 2008 г. и первый квартал 2009 г. Причем за первую половину октября среднедневной объем торгов уже превысил 0,5 млрд руб. (более 2,8 тыс. сделок и 13,5 тыс. контрактов), а объем открытых позиций вплотную приблизился к 400 млн руб.¹

Фьючерс на Индекс ММВБ находится в обращении с 29 июня 2007 г. А 17 марта 2009 г. вступила в силу новая редакция спецификации данного инструмента, разработанная в соответствии с пожеланиями участников рынка и включающая в себя следующие ключевые изменения.

Для снижения издержек участников торгов фьючерсом на Индекс ММВБ, а также в целях определения новой тарифной модели в отношении данного контракта, с весны текущего года был введен маркетинговый период по фьючерсу на Индекс ММВБ. В результате со-

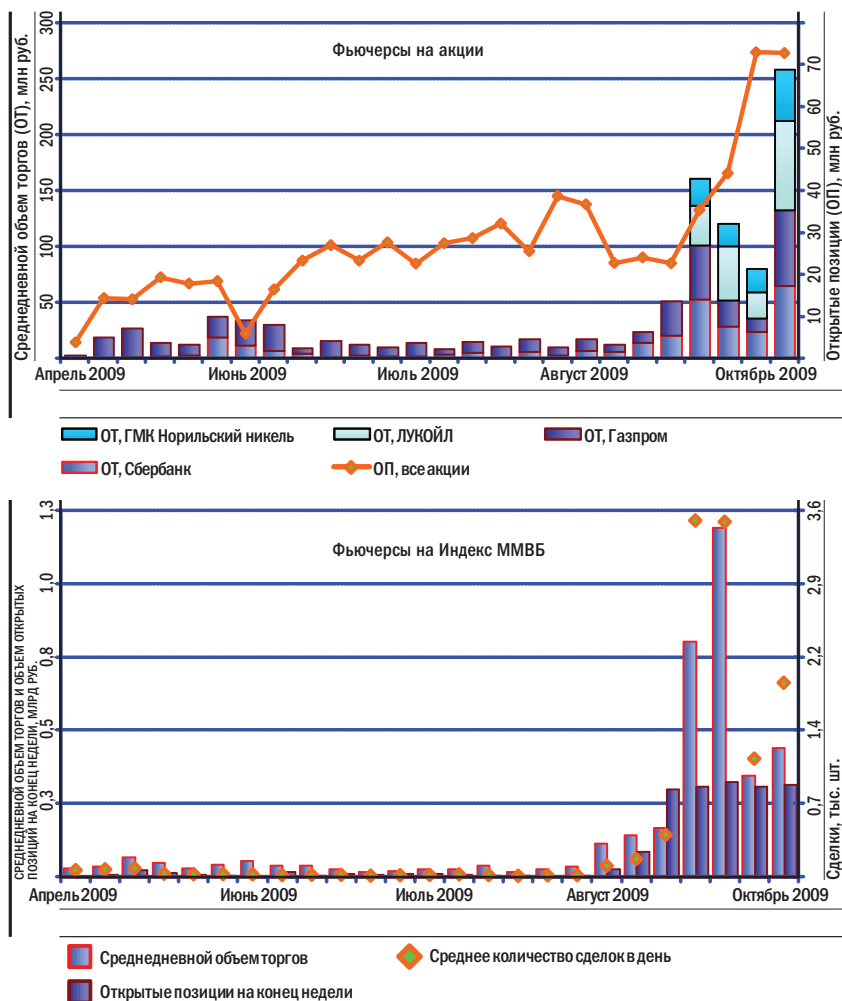
ТАБЛ. 1. КЛЮЧЕВЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В СПЕЦИФИКАЦИИ РАСЧЕТНОГО ФЬУЧЕРСА НА ИНДЕКС ММВБ

Параметр спецификации	Изменение параметра спецификации	Новое значение	Старое значение
Объем контракта	Увеличен в пять раз и приведен в соответствие с котировкой контракта	100 рублей Индекс ММВБ	20 рублей Индекс ММВБ
Минимальное изменение цены (тик)	Уменьшено в 2,5 раза	10 пунктов цены	25 пунктов цены
Стоимость тика	Увеличена в два раза	10 рублей	5 рублей
Комиссионный сбор	В соответствии с установленным маркетинговым периодом в отношении фьючерса на Индекс ММВБ в новой редакции спецификации уменьшен в пять раз по сравнению с базовой ставкой	0,2 руб./контракт	1,0 руб./контракт

¹ Объем открытых позиций считается в соответствии с международной практикой по одной стороне рынка, то есть совокупный объем только всех длинных или только всех коротких открытых позиций.



РИС. 1. ДИНАМИКА ТОРГОВ ФЬЮЧЕРСАМИ НА ФОНДОВЫЕ АКТИВЫ НА СРОЧНОМ РЫНКЕ ГРУППЫ ММВБ



вокупный комиссионный сбор по сделкам был снижен в пять раз в абсолютном значении и в 25 раз с учетом изменения стоимости контракта. При этом при совершении двух противоположных сделок с фьючерсом на Индекс ММВБ с минимальной разницей цен сделок (при покупке контракта с дальнейшей его продажей на 10 пунктов цены дороже) при допущении, что размер брокерской комиссии соответствует размеру биржевой комиссии, доход инвестора, равный стоимости тика, в 12,5 раз превысит совокупные издержки, представленные указанными комиссионными сборами. Такая окупаемость тика значительно выше, чем по индексным фьючерсам, торгуемым на других биржевых площадках, в том числе по таким контрактам, как фьючерсы на индекс *DJ Euro Stoxx 50 Index* и *E-Mini S&P 500*, представленные на биржах *EUREX* и *CME*.

Что касается гарантийного обеспечения, то его размер также соответствует принятым в мировой биржевой прак-

тике стандартам и составляет в настоящее время около 15% от стоимостного объема контракта, что сопоставимо с зарубежными аналогами, например, с фьючерсом *E-Mini S&P 500*. Кроме того, действуют пониженные маржевые требования для календарных спрэдов, а в перспективе они будут введены и для межпродуктовых (межконтрактных) спрэдов.

Дополнительное преимущество фьючерсу на Индекс ММВБ обеспечивает базовый актив контракта. По итогам первого полугодия 2009 года объем торгов акциями, входящими в базу расчета Индекса ММВБ, превысил 90% общего объема торгов акциями на российских биржах, а капитализация Индекса ММВБ составила около 60% общей капитализации российского рынка акций. При этом методика расчета Индекса ММВБ предусматривает его формирование исключительно на основании цен биржевых сделок, что исключает возможность ценового манипулирования на рынке базового актива.

Важным преимуществом фьючерса на Индекс ММВБ является рублевое выражение стоимости фьючерсного контракта и базового актива, что исключает валютную составляющую в определении финансового результата и упрощает процедуру переоценки фьючерсных позиций.

Поставочные фьючерсы на отдельные акции дополнили линейку фондовых деривативов 27 апреля 2009 г. Первоначально в обращение были введены фьючерсы на обыкновенные акции ОАО «Газпром» и ОАО «Сберегательный банк РФ», а с 1 октября начались торги фьючерсами на обыкновенные акции ОАО «НК «ЛУКОЙЛ» и ОАО «ГМК «Норильский никель». Кроме того, в ФСФР России зарегистрированы спецификации фьючерсов на обыкновенные акции ОАО «НК «Роснефть» и ОАО «Внешторгбанк», которые будут введены в обращение по мере формирования спроса и накопления ликвидности по обращающимся контрактам в ближайшей перспективе.

Одним из преимуществ торговли поставочными фьючерсами на акции на срочном рынке Группы ММВБ является эффективный механизм исполнения фьючерсов на акции, в том числе:

- поставка акций в последний торговый день по фьючерсу — возможность использования ценных бумаг в торговых операциях уже на следующий день;
- исполнение фьючерса путем списания и зачисления акций по счетам депо в НДЦ — крупнейшем в России расчетном депозитарии по объему обслуживаемых сделок (около 99% на спот-рынке);
- неттинг позиций по поставочной серии фьючерса внутри групп позиций участника клиринга и его клиентов — снижение совокупного требования по расчетам в НДЦ.

Поставочные фьючерсы на отдельные акции и расчетный фьючерс на Индекс ММВБ предоставляют инвесторам широкий набор возможностей для хеджирования рисков и извлечения прибыли из движений российского фондового рынка:

- совершение спекулятивных операций с бесплатным «плечом», направленных на получение прибыли от изменений движения цен отдельных акций или фондового рынка в целом;
- альтернатива операциям с акциями на спот-рынке (включая «корт-



кие продажи»), но с меньшими транзакционными издержками и дополнительной выгодой за счет изменения базиса;

- хеджирование рисков неблагоприятного изменения цен отдельных акций или портфелей акций, торгуемых на фондовом рынке Группы ММВБ;
- изменение параметров портфелей акций (бета-коэффициент, удельный вес отдельных акций) без изменения его состава;
- совершение арбитражных операций между отдельными акциями, торгуемыми на фондовом рынке Группы ММВБ, и фьючерсами на данные акции в рамках единого торговорасчетного комплекса Группы ММВБ, включая формирование синтетических займов и кредитов, аналогичных операциям прямого и обратного РЕПО, но с гарантией центрального контрагента;
- создание календарных спредов с несколькими сериями отдельных фьючерсов на акции или Индекс ММВБ с разными сроками исполнения;
- создание спредовых позиций с несколькими фьючерсами на отдельные акции, основанных на прогнозах относительного движения их цен;
- создание спредовых позиций с фьючерсом на Индекс ММВБ и фьючерсами на отдельные акции, которые торгуются на срочном рынке Группы ММВБ, основанных на прогнозах движения цен отдельных акций относительно динамики фондового рынка в целом;
- создание межрыночных спредов с фьючерсными контрактами на отдельные акции и фондовые индексы, торгуемыми на других срочных биржевых площадках.

При этом для формирования начальной ликвидности на срочном рынке в Группе ММВБ был введен институт официальных маркет-мейкеров, который предполагает принятие на себя участником рынка определенных повышенных обязательств, в том числе:

- объявление на ежедневной основе двусторонних котировок путем выставления и поддержания в торговой системе заявок по срочным контрактам в течение не менее 70% времени торговой сессии;
- соблюдение минимального объема заявок маркет-мейкера, составляющих спред;

- соблюдение установленного максимально допустимого спреда между ценами заявок покупки-продажи, устанавливаемого в зависимости от волатильности цен базового актива/срочного контракта, т. е. допускается расширение спреда котировок покупки-продажи в установленных пределах для периодов повышенной волатильности, но при этом обеспечивается его наличие в таких условиях;
- обязательное поддержание указанных двусторонних котировок в течение двух последних торговых дней до даты исполнения контрактов (по поставочным контрактам).

Кроме того, ведется постоянная работа по оптимизации параметров обязательств маркет-мейкеров, благодаря чему маркет-мейкеры начиная с сентября месяца текущего года выставляют и поддерживают двусторонние котировки с более узким спредом, а также котировки большего объема. Такие параметры обязательств маркет-мейкеров позволили создать условия для заключения сделок, ориентированные на различные категории участников торгов: от индивидуальных инвесторов, скальперов и небольших спекулянтов до более крупных арбитражеров и хеджеров.

По состоянию на начало октября 2009 г. пять организаций выполняли обязательства маркет-мейкеров в отношении всех обращающихся поставочных фьючерсов на акции (обеих серий каждого контракта) и три органи-

зации — по расчетному фьючерсу на Индекс ММВБ. Благодаря этому средний спред за торговую сессию по фьючерсу на Индекс ММВБ колеблется в пределах 100–250 пунктов цены (0,1–0,2% от фьючерсной цены), а спреды по фьючерсам на акции ОАО «Газпром» и ОАО «Сбергательный банк РФ» находятся в окрестности соответственно 40 и 15 пунктов цены (0,25% от фьючерсной цены). При этом уже за первую неделю торгов средний за торговую сессию спред по фьючерсу на акции ОАО «НК «ЛУКОЙЛ» составил менее 35 пунктов цены (0,25% от фьючерсной цены), а по фьючерсу на обыкновенные акции ОАО «ГМК «Норильский никель» — менее 110 пунктов цены (0,3% от фьючерсной цены). При этом время поддержания указанных спредов в течение торговой сессии стабильно находится на высоком уровне: 98–99% по всем торгуемым сериям фьючерсов.

Частично столь уверенная динамика развития сегмента фондовых деривативов в Группе ММВБ связана с введением в действие 13 апреля 2009 г. новой системы управления рисками. На данный момент были внедрены следующие ее элементы:

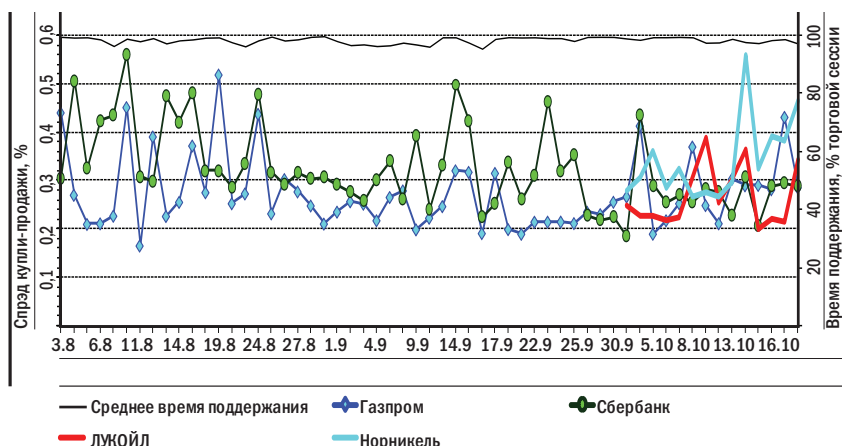
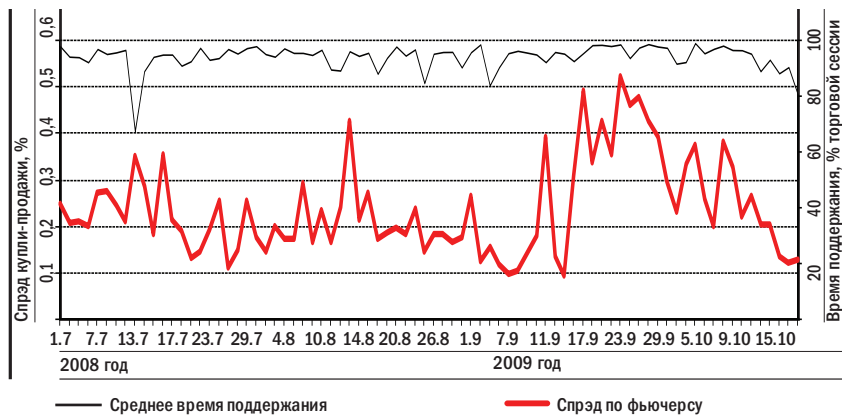
- портфельное маржирование (в части определения требований к сумме гарантийного обеспечения по фьючерсным позициям) на базе методологии SPAN® — мирового стандарта в области риск-менеджмента бирж и клиринговых организаций;

ТАБЛ. 2. КРАТКИЕ СПЕЦИФИКАЦИИ ПОСТАВОЧНЫХ ФЬЮЧЕРСОВ НА АКЦИИ

Наименование контракта	Поставочный фьючерс на обыкновенные акции		
	Сбербанк России ОАО; ОАО «Газпром»; ОАО «НК «Роснефть»»	ОАО «ЛУКОЙЛ»; ОАО «ГМК «Норильский никель»»	ОАО Банк ВТБ
Объем контракта	100 акций	10 акций	100 000 акций
Котировка контракта	В пунктах как количество рублей за 1 акцию, умноженное на:		
	100	10	100 000
Минимальное изменение цены (тик)	1 пункт цены		
Стоимость тика	1 рубль		
Месяцы исполнения	Два ближайших месяца из мартовского квартального цикла (март, июнь, сентябрь, декабрь)		
Последний торговый день	День исполнения		
День исполнения	15-е число месяца исполнения или ближайший следующий рабочий день, если данный день не является рабочим		
Окончательная расчетная цена / Цена поставки	Расчетная цена, установленная для фьючерса в последний торговый день		
Механизм поставки	Списание и зачисление ценных бумаг и денежных средств по счетам депо в Национальном депозитарном центре и счетам в Расчетной палате ММВБ соответственно		
Комиссионный сбор	0,04 руб./контракт (в течение маркетингового периода)		
Поставочный сбор	0,40 руб./контракт		



РИС. 2. ФАКТИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПОДДЕРЖАНИЯ СПРЭДОВ ПО ФЬЮЧЕРСАМ НА ФОНДОВЫЕ АКТИВЫ



- создание системы гарантийных фондов;
- переход к рыночным механизмам урегулирования ситуаций несостоятельности;
- внедрение нетто-маржирования портфелей позиций клиринговых участников;
- создание системы оценки кредитного качества клиринговых участников.
- формирование и включение в систему гарантийных фондов Коллективного фонда из средств клиринговых участников;
- обеспечение возможности проведения дополнительных клиринговых сессий и предъявления участникам клиринга повышенных или пониженных маржевых требований;
- запуск рынка опционов с различными типами расчетов (традиционно-го и фьючерсного типов);
- обеспечение возможности динамического перевода фондовых и валютных активов между торговыми счетами фондового, валютного и срочного рынка;
- использование процедур запроса котировок — RFQ (*Request-For-Quotes*) — с отменой ряда ценовых и процедурных ограничений в целях урегулирования ситуаций несостоятельности клиринговых участников.

В результате внедрения перечисленных элементов системы управления рисками были получены первые положительные результаты, в том числе снижение транзакционных издержек участников в связи с уменьшением размера ставок гарантийного обеспечения — до 20–30% по изолированным позициям и до 5–6 раз по календарным спредам.

Дальнейшее совершенствование системы управления рисками на срочном рынке Группы ММВБ, запланированное до 2010 г., обеспечит:

- прием в гарантийное обеспечение под открытые позиции иных активов (валютные средства, ценные бумаги и т. п.) с учетом их рыночной ликвидности;

Дополнительный стимул росту ликвидности на срочном рынке Группы ММВБ придал стартовавший 5 октября 2009 г. Кубок ММВБ по трейдингу на срочном рынке. Это одно из ключевых маркетинговых мероприя-

тий, направленных на развитие рынка фондовых деривативов Группы ММВБ и привлечение к торгам новых категорий участников рынка. Кубок ММВБ проводится по принципу гран-при и новым правилам, призванным сделать его доступным широкому кругу частных инвесторов. Период проведения Кубка разделен на квалификационные и основные сессии. В основных сессиях учитываются результаты только первых 50-ти участников по финансовому результату, достигнутому за предшествующую ей квалификационную сессию. По результату основной сессии первые восемь участников получают баллы (от 10 до 1 в порядке убывания). Весь чемпионат состоит из пяти этапов, а победителем становится участник, набравший максимальное количество баллов, что теоретически позволяет выиграть даже участнику, подключившемуся к чемпионату в середине периода его проведения. Минимальная сумма для участия в Кубке ММВБ составляет 30 тыс. руб. (подробнее см. стр. 7).

Расчетный фьючерс на Индекс ММВБ и поставочные фьючерсы на акции, обращающиеся на срочном рынке Группы ММВБ, — это новые удобные инструменты как для хеджирования и проведения арбитражных сделок, так и для высокодоходных спекулятивных операций. По мере формирования спроса и накопления ликвидности по обращающимся контрактам будут вводиться в обращение новые инструменты.

Первыми из них могут стать поставочные фьючерсы на обыкновенные акции ОАО «НК «Роснефть» и ОАО «Внешторгбанк» уже в конце 2009 г. — начале 2010 г.

Впоследствии к этому списку могут добавиться фьючерсы на другие акции из списка TOP-10 наиболее активно торгуемых на фондовом рынке ММВБ. Также в перспективе возможно расширение линейки фьючерсов на индексы из семейства индексов ММВБ.

Кроме того в планах Биржи на 2010 г. опционы на фьючерс на Индекс ММВБ и поставочные опционы на акции. Рост торговой активности, увеличение количества участников и спрос на новые инструменты будут формировать перечень обращающихся контрактов. ■