



Патрик Янг, Чарльз Сайди

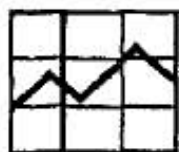


ФЬЮЧЕРСЫ НА АКЦИИ

РУКОВОДСТВО ТРЕЙДЕРА

Патрик Янг, Чарльз Сайди

Фьючерсы на акции: руководство трейдера



"Интернет-трейдинг"

Москва

2004

Патрик Янг, Чарльз Сайди

Фьючерсы на акции: руководство трейдера.
М:Интернет-трейдинг, – 272 с.

ISBN 5-902360-14-5

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

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

ISBN 5-902360-14-5

© Originally published by John Wiley&Sons, ltd, Copyright, All rights reserved. Права получены по соглашению с John Wiley&Sons, ltd при содействии Агентства А. Коржаневского

© ООО "Интернет-трейдинг", 2004 г. (перевод)

SINGLE STOCK FUTURES

A TRADER'S GUIDE

Patrick L. Young and Charles Sidey



Содержание

Содержание	5
Вступительное слово	9
Предисловие	13
Введение: новый продукт, новая революция	17
Пролог: следующий рубеж	21
Глава 1. Просто вопросы и ответы	27
Глава 2. Основы фьючерсов на отдельные акции	41
Фьючерсы	42
Исторические корни	53
Что такое фьючерс на отдельную акцию	55
Основные принципы фьючерсных контрактов	55
Основные принципы фьючерсов на отдельные акции	58
Различия между владением акцией и фьючерсом	62
Ключевые отличия между торговлей фьючерсами на акцию и наличными акциями	63
Гербовый сбор	64
Правило повышения цены (the uptick rule)	65
Короткие продажи	67
Вывод по коротким продажам	74
В каком месяце торговать	76
Аргументы «ЗА» и «ПРОТИВ» фьючерсов на отдельные акции	77
Конкурирующие финансовые инструменты	90

Опционы	90
Варранты	90
Контракты на разницу	91
Пари на биржевой курс	94
Фондовые свопы	95
Глава 3. Торговля фьючерсами на отдельные акции	99
Электронные фьючерсы – новый образец для США	100
Предостережение: когда торговый день не является подходящим	101
Извлечение прибыли из роста цен на акцию	103
Извлечение прибыли из падения цены на акцию	105
Предостережение	106
Торговля «парами» (относительной ценой)	107
Относительные показатели рынка	110
Торговля с оптимальным налогообложением	110
Налоги на дивиденды	111
Некоторые аспекты доходов против курсового прироста капитала	114
Увеличение дохода портфеля в виде процентов и дивидендов	117
Налог на увеличение рыночной стоимости капитала – пример Великобритании	118
Валютные влияния	121
Переключение влияния биржи	123
Покрывающая выписка	124
Выписка покрытых коллов	124
Управление влиянием капитала	128
Управление денежными потоками	129
Конверсии и развороты	129
Покрытые комбинации	131
И, наконец, быстрый торговый совет...	132
Заключение	133
Глава 4. Действия корпораций	135
Метод пропорциональной коррекции – введение	137
Пример 1: EXXON Mobil	139
Пример 2: ENEL SpA	139
Случай с разделением компании	140
Деление акционерного капитала	145
Корректировки Barclays	146
Telefónica	148
Смена названия	151
CGNU меняет имя	151
Особые дивиденды	152

Спецдивиденды от Telia _____	152
Ранняя выплата дивиденда _____	153
Дивиденд от Telecom Italia _____	154
Меньший размер тика _____	155
Изменение расчетной цены доставки (EDSP) _____	156
Ранний допуск контрактов на биржу _____	158
Слияние _____	158
Выпуск райтов _____	160
Zurich Financial Services AG _____	162
Citigroup Inc. _____	164
Увеличение акционерного капитала _____	166
Заключение _____	168
Глава 5. Кто использует фьючерсы на отдельную акцию _____	171
Ликвидность как необходимость _____	172
Хеджинг _____	174
Интерполированный хеджинг _____	174
Классическое хеджирование _____	175
Маркет-мейкеры _____	176
Спекулянты _____	180
Менеджеры фондов _____	182
Хеджинговые фонды _____	185
Перенос риска _____	186
Гибридное маркет-мейкерство _____	189
Новое оружие для программного трейдинга _____	191
Ислам и финансы _____	192
Кредитор по акциям _____	193
Фондовые брокеры _____	193
Победители и проигравшие _____	194
Глава 6. Маржа, клиринг и расчёты _____	197
Маржа _____	197
Клиринг, расчеты и поставка _____	212
Наличные либо физическая поставка _____	212
NQLX _____	215
OneChicago _____	219
Euronext LIFFE _____	220
MEFF _____	221
Определение предпочтений счетодержателя _____	221
Стандартная цена (цена поставки) _____	224
Индия _____	224
ЮАР _____	225

Содержание

Сингапур	225
Португалия	226
Греция	226
Австралия	227
Россия	227
Цены закрытия	228
Глава 7. Фьючерсы на отдельные акции и индексы	231
DOW JONES 30, средневзвешенный промышленный индекс	232
Композитный индекс S&P 500	233
Композитный индекс NASDAQ	234
Индекс FTSE 100	234
Индекс DAX	235
Международные индексы	235
DOW JONES EUROSTOXX 50	236
Индексы MSCI	236
Введение и исключение	237
Свободное количество	238
Узкие индексы	239
Создание индекса узкой базы	241
Эффект экспирации и тройное колдовство	242
Репликация индекса	243
Заключение	251
Следующие шаги и дальнейшая перспектива фьючерсов на акции	251
Библиография	261
Принятые сокращения	263
Web-ресурсы	265
Указатель	267

Вступительное слово

Дорогой читатель!

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

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

Ежедневно банки, хеджевые фонды, фонды пенсионного и доверительного управления размещают часть своих средств в акциях и их производных инструментах: фьючерсах, опционах и пр.

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

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

Дилинговый центр “Альпари” существует с 1998 г. За это время через нас прошло несколько поколений трейдеров. Среди них есть те, кто сегодня входит в элиту финансового бизнеса в России, есть просто успешные трейдеры, есть новички, подающие надежды и уже прибыльно работающие на собственном счёте. По нашим наблюдениям именно приверженность к освоению новых возможностей, предлагаемых мировыми рынками, отличает этих людей и обеспечивает им стабильное и долговременное будущее в финансовом мире.

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

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

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

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

Сергей Зорик

Руководитель отдела рекламы и маркетинга

Дилинговый центр “Альпари”

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

Гэби, которая поддерживала и поощряла меня всё это время.

Предисловие

Не создавайте мелочных планов

Дэниел Бернхэм,

известный чикагский архитектор конца 19 столетия.

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

Был 1997 год и сэр Брайан Уильямсон (Brian Williamson) согласился стать Председателем Лондонской международной биржи LIFFE – биржи финансовых деривативов, которая подвергалась нападкам и боролась за своё выживание. Её поражение пробило бы внушительную брешь в броне Лондона и стало бы угрозой преимущества столицы в качестве финансового центра. Первый шаг был ясен: закрыть торговый зал и переместить всю торговлю на электронную платформу. Легко сказать, но проект такого

масштаба ранее не реализовывался. Второй шаг был не менее грандиозен. Создать финансовый инструмент, который обладал бы потенциальной возможностью стать не менее значимым, чем финансовый комплекс процентных ставок.

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

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

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

фьючерсов на отдельные акции и их заменителей по-прежнему оставлял этот комплекс финансовых инструментов неполным.

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

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

Казалось, к тому времени, как подошла очередь арманьяка и сигар, картина окончательно прояснилась. Оставался последний вопрос. Как это отзовется в Соединённых Штатах? Лондонская международная биржа LIFFE котирует американские и европейские акции. Это неизбежно вызовет политическое давление с тем, чтобы снять запрет в США. Мы думали, что это в итоге расширит интерес на рынках и станет катализатором самоисполняющегося пророчества. Несколько лет спустя Лондонская международная биржа LIFFE выпустила универсальные фьючерсы на акции. Это успешно повторили в

континентальной Европе. Запрет в США был снят, биржи *OpеChicago* и *NQLX*¹ в 2002 году выпустили фьючерсы на отдельные акции в Нью-Йорке и Чикаго. А на Лондонской бирже *LIFFE* в том же самом году был зарегистрирован рекордный объем. Многого произошло за короткие пять лет

Это был чудесный ужин с дорогим другом

Ричард Сандор (Richard Sandor)

Чикаго, январь 2003 года

¹ *NQLX*- первоначально поддерживалась рынками *NASDAQ LIFFE*, в середине 2003 года *NASDAQ* отошел от ФОА, оставив европейской сети *Europext LIFFE* исключительный контроль *NQLX* вместе с *OpеChicago* являются двумя ведущими американскими биржами по торговле фьючерсами на отдельные акции

Введение: новый продукт, новая революция

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

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

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

История ФОА, которую мы обрисуем в Главе I, довольно извилиста. Их исторические предшественники существовали в 17 веке в Амстердаме, хотя и современные продукты,

первоначально, имели весьма пеструю историю в течение последнего десятилетия. Тем не менее, никто не может недооценивать сенсационный потенциал SSF, (который, в любом случае, был доступен в течение 20 лет лишь синтетически на внебиржевом рынке OTC (Over The Counter) и опционных биржах). За свою историю, появившиеся фьючерсные продукты значительно улучшили свою ликвидность и трейдинговые возможности на наличных рынках, создавая важные новые измерения для трейдеров, хеджеров и риск-менеджеров, ищущих улучшения своих доходов или спокойного сна по ночам. В усилившемся цифровом засилье рынка, SSF – являются ключевым элементом для развития производных от акций продуктов.

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

фьючерсов на акции (USF) (Universal Stock Futures) а также работал на Бирже Монреаля над теми же задачами. Доктор Ричард Сандор (Richard Sandor), по праву считающийся "отцом финансовых фьючерсов" был значимой фигурой при введении SSF на LIFFE и в США, однако, легендарная предусмотрительность сэра Брайдана Уильямсона помогла запустить инструмент на LIFFE и действительно способствовала созданию совместного предприятия LIFFE/NASDAQ в США, и о чем мы еще поговорим.

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

Несмотря на медвежий рынок акции в начале 21 века, тезис доктора Сандора остается по-прежнему уместным. Старение мирового населения ведет к большему давлению пенсий и, следовательно, требует большей отдачи от финансовых активов, чтобы удовлетворить будущие обязательства. Даже если рынок акций проходит через десятилетие относительной недооцененности, необходимость в увеличении ассортимента фондовых инструментов не уменьшается. SSF имеют большое количество преимуществ для различных типов трейдеров и инвесторов, являясь недорогим, легким для понимания и высоко

эффективным использованием капитала, увеличивающим возможности инвестора. Продолжающееся воздействие революции SSF ведет к увеличению подлежащей ликвидности наличных рынков, поскольку маркет-мейкеры оказываются в состоянии дать лучшие цены, базируясь на возможности использования других инструментов (в дополнение к варрантам, опционам и т.п.) для хеджирования их позиций в акциях. Действительно, во многих отношениях SSF могут способствовать уменьшению бид/офер спреда на рынках наличных акций даже с большей эффективностью, чем долгожданная децимализация, проведенная на американском рынке в 2001 году.

Динамика фьючерсной торговли похожа, но слегка отличается от таковой на биржах акций. В этой книге мы ставили себе цель сфокусироваться на торговле этими новыми инструментами, чтобы помочь и частному и профессиональному трейдеру понять риски и возможности, предлагаемые фьючерсами на отдельные акции. В общем, трейдинговая вселенная значительно улучшается с появлением SSF, и мы надеемся, что из этой книги вы узнаете, как вы можете получить пользу от этой революции.

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

Удачного трейдинга!
Чарльз Сайди, Патрик Янг
Лондон, ноябрь 2002

Пролог: следующий рубеж¹

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

¹ Эта статья была впервые опубликована Патриком Янгом на сайте www.appliedderivatives.com в июле 1997 года, когда фьючерсы на отдельную акцию еще не стояли на повестке дня ни одной крупной биржи. Да еще в то время статья спровоцировала вопли протеста множества читателей, которые не видели никаких причин для того, чтобы котировать SSF

В 1970-ые и 1980-ые сначала валютные фьючерсы, а затем фьючерсы на казначейские облигации революционизировали торговлю. Однако, хотя фьючерс на Value Line на канзасской бирже Kansas City Board of Trade привел Чикагскую биржу (CBOT) к фьючерсам на основные индексы, а CME – к фьючерсам на S&P500, они не смогли перейти торговле фьючерсами на отдельные акциями. По правде говоря, можно утверждать, что фьючерсы на облигации, благодаря списку поставляемых облигаций, сами по себе являются формой индекса, поскольку представляют серию ценных бумаг. Однако, эти облигации различны, насколько различны их доходности, которые есть ничто иное, как функции динамики рынка процентных ставок. Эмитент казначейских облигаций является безвариантно одним и тем же для каждой ценной бумаги – хотя Европейский Монетарный Союз (ЕМС) может быть первым исключением из этого правила.

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

В Чикаго CBOT и CME не выказали никакой склонности к листингу фьючерсов на индивидуальные акции, возможно потому, что CBOE поддерживала огромные позиции по опционам на акции. Почему она не видит преимуществ включения в листинг фьючерсов в дополнение к своим имеющимся продуктам, остается вне моего разума. Существуют конечно регулятивные ограничения

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

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

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

Возьмем, для примера, процесс маркет-мейкерства. Действительно, множество рынков акции функционируют на управляемом ордерами базисе (order-driven basis). Тем не менее, здесь тоже можно получить много преимуществ. Для начала, следует сказать, что первичные дилеры/маркет-мейкеры имели бы возможность торговать не только подлежащую наличность, но и фьючерсы на нее и, вполне вероятно, опционы. Таким образом, они могут ограничивать свои риски куда более эффективным способом. В самом деле, увеличение ликвидности фьючерсных контрактов позволяет

сузить спрэд между маркет-мейкерами акций. Спрэд на рынках акций во многих частях света может быть немного уменьшен, чтобы поощрить интерес у краткосрочных игроков. Будет ли кто-нибудь спорить, что более узкий спрэд между бидом и аском будет тормозить бизнес?

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

Например, на настоящий момент не будет преувеличением сказать, что подлинной ликвидностью обладает лишь наибольшая треть от лондонского индекса FTSE 100. С фьючерсами на акции нет оснований полагать, что эти рынки не увеличат ликвидность через все 100 акций, входящих в индекс и не сделают того же на остальных мировых биржах. И конечно же преимущество более ликвидных акций неоспоримо.

Другие источники новых инвестиций на рынки акций наверняка будут включать в себя многих трейдеров деривативами, наподобие автора этих строк. По правде, я всего лишь клещ на спине такого большого носорога, как Квантум-фонд. Но в настоящий момент я не подхожу к наличным акциям, поскольку они чересчур капиталоемки для

меня. Однако, покажите мне ликвидный фьючерс на акцию и я не просто заинтересуюсь им, но также и множеством интригующих стратегий с акциями-фьючерсами-опционами.

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

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

специфическими стратегиями на основе содержимого их портфелей и т.п.

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

Действительно, когда дело доходит до комиссионных, то основные брокеры по акциям могут иметь определенные причины для волнений – некоторые клиенты могут предпочесть фьючерсы на акции самим акциям, благодаря значительно меньшим тарифам. Однако, если спреды сужены и акции стали более ликвидными, то это наверняка приведет к увеличению оборота, что покроет снижение.

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

Глава 1. Просто вопросы и ответы

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

Вопрос. Что такое SSF?

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

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

ОТВЕТ. Вообще-то, SSF первоначально появились в Амстердаме несколько веков назад, но в последнее время они были не слишком популярными. Некоторые относительно второстепенные биржи включали их в свой перечень в конце восьмидесятых и девяностых годах, но на самом деле мир неожиданно начал обращать внимание на этот финансовый инструмент только тогда, когда Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов (LIFFE) 29 января 2001 года включила в свой перечень универсальные фьючерсы на акции.

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

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

ВОПРОС. Итак, кто господствует в области SSF?

ОТВЕТ. На момент написания книги наиболее успешные биржи были в Испании (MEFF), Лондоне (в Лондоне даже больше, так как она соединена с более, чем 20 странами Это так называемая Европейская сеть Лондонской

международной биржи финансовых фьючерсов и опционов (Euronext LIFFE), расположенная в Лондоне) и Индии, где на Национальной Фондовой бирже также существует преуспевающий рынок.

ВОПРОС. Как насчет Америки?

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

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

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

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

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

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

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

ОТВЕТ. В отличие от обобщенного ответа, который мы дали минуту назад, каждый должен представлять, что любой рынок состоит из чрезвычайно большего числа участников,

чем просто крупные спекулянты и крупные хеджеры. Арбитражеры и маркет-мейкеры часто ищут прибыли, основанные на крошечных изменениях цены. SSF, как фьючерсы, обладают четким механизмом вычисления величины премии, который не всегда может быть точно представлен в ценах на срочных и наличных рынках. Такие возможности позволяют вступать в игру арбитражерам и уравнивать эти цены; естественно, это отразится на изменении объемов как на наличном рынке, так и на рынке деривативов.

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

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

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

ОТВЕТ. Да, это ключевая проблема. В Европе на большинстве рынков маржа установлена на уровне около

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

ВОПРОС. Существует ли возможность арбитража между лондонским (LIFFE) универсальным фьючерсом на акции (USF) и чикагским (OneChicago) фьючерсом на отдельные акции (SSF) по одной и той же акции, скажем, Microsoft?

ОТВЕТ. Безусловно, хотя здесь нет компенсации за маржу. Все-таки схожие SSF действительно торгуются на различных биржах и между ними возможен арбитраж. Тем не менее, трейдерам необходимо напомнить, что, конечно же, могут быть некие различия между контрактами. Например, на рынке США SSF поставляются в виде наличных акций. В европейской сети Eurex LIFFE, например, их SSF являются преимущественно расчетными. Кроме того, закрытие бирж в разное время (рынок европейской сети Eurex LIFFE закрывается в конце рабочего дня в Лондоне, когда еще остается несколько часов для торговли на Уолл

стри, к примеру) означает, что арбитражерам необходимо иметь некий способ закрытия своих позиций, чтобы не подвергать себя возможному значительному базисному риску

ВОПРОС. Будут ли со временем SSF на каждую акцию?

ОТВЕТ Нет, потому что ключ к благополучному срочному рынку связан с ликвидностью, и существует ограниченное количество акций с достаточной ликвидностью и глубиной таких, чтобы они обладали крепкой работоспособной связью с ликвидным фьючерсом. Тем не менее, как мы упомянули выше, количество SSF, вероятно, будет значительно расти, так как даже с конца 2002 года в обстановке преобладающей депрессии на наличном рынке акций, в течение небольшого промежутка времени рынки США без труда выпустили 1000 или более ценных бумаг по сравнению с едва лишь парой сотен на момент написания книги.

ВОПРОС. Почему SSF не было прежде?

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

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

ОТВЕТ. Занимательно, что 20 лет назад срочным рынкам понадобилось около 18 месяцев, чтобы стать ликвидными и эта цифра вряд ли изменилась. Главным

образом все сводится к поиску соответствующих участников и заинтересованности их в торговле. В наши дни обычно является фактом, что многие участники вынуждены ждать пока ликвидность не станет достаточно сильной, и они получают разрешение выйти на рынок. К тому времени, когда ликвидность достигает отправных уровней, период существования рынка составляет около 18 месяцев или два года.

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

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

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

ОТВЕТ. Вот классический пример параноидального вопроса. Во-первых, нет серьезных оснований полагать, что слишком много хеджевых фондов действительно манипулируют рынками, увы. Тем не менее, они действительно обладают убийственной способностью заставлять рынки двигаться в их направлении, когда они находят открытую рану, которую могут заставить еще больше разложиться. Несомненно, SSF являются просто деривативами и, как и любые другие деривативы, их можно купить или продать, и рано или поздно они займут то место, которое рынок воспримет в качестве их ценности. В случае

гигантских всемирных корпораций, на которых основываются SSF, то требуется гораздо больше, чем один человек или даже группа фондов-заговорщиков, чтобы постоянно двигать их акцию. Ликвидность всемирного рынка ценных бумаг весьма велика, а с SSF, по сути связанных с наличными акциями, под рукой будут иметься поразительные арбитражные возможности, если на этих двух рынках произойдут значительные отклонения.

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

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

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

ОТВЕТ. Ну, для начала на наличном рынке добавление SSF приводит к увеличению ликвидности, а так как

связанные цены (например, спрэд между спросом и предложением, и т.д.) являются по существу самыми высокими ценами, которые претерпевали инвесторы, то справедливо сказать, что даже не прикасаясь к SSF, наиболее консервативные инвесторы будут использовать преимущество на наличном рынке.

ВОПРОС. Что лучше: зачет или физическая поставка акций?

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

2004 года проблемы физической поставки против расчета будут, наконец, урегулированы и, более, чем вероятно, с победой физической поставки (не считая возможные мини-контракты, предназначенные на мелких инвесторов).

ВОПРОС. Будут ли опционы на SSF?

ОТВЕТ. Такая возможность есть, но мы сомневаемся в этом. С полигической точки зрения биржа OneChicago может посчитать затруднительным для себя котировать их из-за состава акционеров OneChicago, где СВОЕ (Чикагская биржа опционов) вероятно сочтет, что OneChicago вторгается на ее основную территорию, котируя такие опционы. На европейских рынках, биржи EUREX и Euronext LIFFE являются господствующими опционными рынками и последняя, скорее всего, постарается сосредоточиться на поддержке ликвидности своих уже существующих наличных инструментов, чем на выпуске того, что стало бы по сути таким же инструментом за исключением механизма расчета. В отличие от фьючерсов на акции, которые являются благоприятным добавлением к торговле такими наличными акциями, по которым трудно было бы открыть короткую позицию, опционы на SSF являются по сути идентичными самим опционам на отдельные акции.

ВОПРОС. Понизится ли со временем уровень маржи в США?

ОТВЕТ. Вопрос, конечно, интересный. Сомнительно, что его могут повышать, если будет отрицательная реакция на рынках США в случае распродажи акции, для которой SSF станет (незаслуженно) козлом отпущения. С другой стороны, если революция SSF покажется плавным процессом, способствующим фондовым рынкам в целом, тогда не исключено, что регулирующие органы США смогут

пожелать слегка уменьшить искусственно завышенную маржу, хотя многое, вероятно, зависит от того, как этот вопрос преподнесут SEC (Комиссии по ценным бумагам и биржам) фондовые брокеры. Опять же в случае, если ликвидность отдельной акции США начнет проникать на иностранные рынки, где условия более конкурентоспособные, тогда некто может усмотреть весьма быстрое и активное уменьшение маржи в США с риском создания еще одного рынка еврооблигаций, где Лондону эффектно подарили возможность широко торговать благодаря правительству США (в данном случае обложение подоходными налогами).

ВОПРОС. Первоначальный размер контракта в 100 акций на биржах США является достаточно маленьким, вмещаются ли институционалы и не заставят ли они биржи увеличить размер контракта?

ОТВЕТ. Вполне возможно. Действительно, долго осуждалось, что может быть два варианта SSF крупные контракты для институционалов и мини-контракты, ориентированные на розницу. Можно провести аналогию с мини-контрактами и полноразмерными контрактами на фондовый индекс S&P, отвоеванные CME (Чикагской товарной биржей), а впоследствии примененные к инструментам на другие фондовые индексы, такие как Доу Джонс (Dow Jones) на бирже CBOТ (Чикагский совет по торговле).

ВОПРОС. Если я открою длинную позицию по одному SSF и короткую по другому в схожем сегменте рынка, получу ли я уменьшенную маржу?

ОТВЕТ. Да. Действительно, Одна из самых лучших возможностей инструмента SSF должна быть найдена в

торговых спредах между различными SSF и даже другими инструментами, такими как опционы, индексные продукты и даже котируемые на бирже фонды. Панорама для торговли «парами» (две разнонаправленные позиции) только среди SSF – просто огромна. Несмотря на то, что бывает затруднительно занять некую акцию, по которой Вы хотите открыть короткую позицию, эта сделка для любой фьючерсной пары может быть заключена мгновенно на той же электронной платформе и привести к уменьшению маржи, по крайней мере, в Европе – гарантированно выигрышная ситуация для всех трейдеров!

ВОПРОС. Есть ли ограничения на позиции?

ОТВЕТ. В общем-то нет, хотя чтобы попытаться уменьшить возможность затруднений в последние дни перед и, конечно же, в период поставки, биржи США действительно налагают (вполне щедрые) ограничения.

ВОПРОС. Может ли кто-нибудь загнать в угол рынок по отдельной акции? Какие проверки осуществляются там?

ОТВЕТ. Теоретически рынок может быть загнан в угол, но потребовалось бы огромное количество средств для подобной операции только по одной акции. Тогда возможность арбитража по этой акции (которая предположительно находилась бы в неуравновешенном состоянии по сравнению с остальным рынком) принесла бы свежую волну капитала. Откровенно говоря, мы не видим никого из присутствующих там участников со средствами, достаточными чтобы даже задумывать такую попытку. Более того, в компьютеризированной среде этого бизнеса, способность размерить такую колоссальную операцию, как попытка загнать в угол акцию крупной международной корпорации, быстро стала бы очевидной.

ВОПРОС. Будет ли возможно купить или продать больше акций, чем на самом деле выпущено какой-нибудь компанией?

ОТВЕТ. Вполне возможно, хотя сравнительно маловероятно, по крайней мере, на ранней стадии внедрения SSF в качестве финансового инструмента, дающего явный размер SSF корпораций. Однако известно, что на некоторых рынках облигаций и крупных опционных рынках обычно торгуют несколько большим дневным объемом, чем тот же рынок ценных бумаг обеспечен. Тем не менее, каждому покупателю должен соответствовать продавец и наоборот. На реально обеспеченном рынке не может быть дисбаланса, и ограничения на размер позиций для того и существуют, чтобы гарантировать, что не будет большого расхождения в количестве акций, которые должны быть поставлены.

ВОПРОС. Что будет происходить сейчас в час «тройного колдовства»?

ОТВЕТ. Хороший вопрос. Простой ответ – надо подождать и посмотреть, так как добавление SSF с поставкой акций в США в тоже время, что и расчет по опционам и индексным продуктам, означает, что существует еще одна переменная, которая может вызвать затруднения на рынке. Тем не менее, общее число фьючерсов обычно приобретаемых для поставки стремится к очень скромной величине по сравнению с общим объемом сделок по фьючерсным контрактам на рынках облигаций и товаров, как рынках с максимальным количеством физических поставок.

Глава 2. Основы фьючерсов на отдельные акции

8 ноября 2002 года в 10 часов утра по нью-йоркскому времени, в США в конце концов ожил рынок фьючерсов на отдельные акции. После нескольких лет политических споров, наконец-то улаженных, чтобы показать историческое единодушное соглашение между регулируемыми органами срочных и наличных рынков, в США появился рынок фьючерсов на отдельные акции (SSF). Рынок с поразительными возможностями, объем первого дня не был показательным, но затем вновь настал замечательный день, так как обе биржи США и NASDAQ LIFFE (NQLX), и OneChicago являются электронными рынками, помогающими разрушить стереотип в цитадели открытого аукциона, преобладающего на биржах США. Обе биржи открылись одновременно. Их совместный объем первого дня составил меньше, чем 10000 лотов фьючерсов (около миллиона акций). В целом – незначительный объем, но это был новейший признак проводящейся революции на всех фондовых рынках и, возможно, самым важным результатом стало то, что

электронная система торгов работала без сбоев в течение всей сессии. Объем будет постепенно расти в первые дни, но уже по многим причинам было историческим событием то, что SSF просто заставили его реализоваться...

Революция SSF имела множество изгибов в период довольно мучительного развития, главным образом благодаря разногласиям в регулирующих органах США, которые препятствовали регистрации до тех пор, пока в 2000 году, в последние дни администрации Клинтона не был принят Закон о совершенствовании товарных фьючерсов (Commodity Futures Modernization Act – CFMA). Из-за различных проблем, включающих трагедию 11 сентября, фактическое введение SSF в США откладывалось и впервые торги по данным финансовым инструментам начались 8 ноября 2002 года, приблизительно 21 месяц спустя после принятия закона CFMA.

Как мы сейчас увидим, SSF имеет много уникальных граней, но они остаются простыми фьючерсными контрактами, как их двоюродные братья на товарных, финансовых и других рынках.

В первый год торгов объемы оказались весьма скромными, но на фоне медвежьих тенденций на основном рынке, нововведение деривативов всегда затруднено. Остается фактом, что SSF готовы стать мощным финансовым инструментом в предстоящие годы.

ФЬЮЧЕРСЫ

Истоки современных срочных рынков могут быть найдены в истории несколько сотен лет назад, хотя наиболее известной отправной точкой является начало форвардной торговли зерном 31 марта 1851 года на бирже CBOT

(Чикагский совет по торговле), которая была впервые основана в 1848 году. Современный валютный фьючерсный рынок впервые появился в 1970-х годах как следствие прекращения действия Бреттон-Вудского соглашения с отказом США от Золотого стандарта, что привело к валютным рынкам с плавающими обменными курсами.

Все-таки, это мудреная проблема – точно определить, когда на самом деле появились современные «фьючерсы», так как, например, форвардные контракты на рис торговались в 1730 году в Осаке. Рынки деривативов на ценные бумаги берут свое современное происхождение с момента основания Чикагской биржи опционов (СВОЕ) в 1973 году. С тех самых пор СВОЕ осталась самой большой в США биржей опционов на отдельные акции, хотя в настоящее время на нее оказывается значительное конкурентное воздействие со стороны полностью электронной Международной биржи ценных бумаг (International Securities Exchange – ISE), относительного новичка на рынке опционов, основанной всего в 1997 году. Другими ведущими опционными рынками в США являются Филадельфийская фондовая биржа (Philadelphia Stock Exchange), Тихоокеанская фондовая биржа в Сан-Франциско (The Pacific Coast Exchange) и Американская фондовая биржа, расположенная в Нью-Йорке (AMEX).

Первым фьючерсом на ценные бумаги был индексный инструмент, первоначально выпущенный в феврале 1982 года на Срочной товарной бирже Канзаса (Kansas City Board of Trade – КСВОТ). КСВОТ выпустила фьючерс на фондовый индекс Value Line, использующий в настоящее время 1650 акций США, более 70% из них торгуется на Нью-Йоркской товарной бирже, около 20% – на бирже NASDAQ, а остальные на бирже AMEX и Канадских рынках. Чикагская товарная биржа (CME) вскоре смогла захватить лидирующую

роль на рынке по фьючерсам на фондовые индексы после выпуска в апреле 1982 года фьючерсов на индекс S&P500. Фондовый индекс S&P500, ведущий индикатор по фондовым ценам США популярный среди менеджеров взаимных фондов США быстро утвердился в качестве показательного индекса США для фьючерсных рынков. Ряд других фондовых индексов котировался по всему миру за последние 20 лет. Наиболее успешными обычно становятся фьючерсы/опционы на фондовые индексы местных рынков, хотя, следуя за введением евро в 12 странах Европейского Союза (ЕС), стали популярными общеевропейские индексы, объединяя акции по всему ЕС, а из них наиболее популярным – индекс Dow Jones EUROSTOXX 50. Но где-то местные фондовые индексы оказались такими неудачными, что нанесли ошущимый удар по рынкам фьючерсов¹.

Период подготовки к выпуску фьючерсов на фондовые индексы в 1982 году был известен принципиальным конфликтом между регулирующими органами в США. Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) была создана в 1934 году по следам кризиса 1929 года на основании Закона о фондовой бирже. Она подчиняется Финансовому комитету Палаты представителей Конгресса США. Между тем Комиссия по срочной биржевой торговле (CFTC) была основана гораздо позднее, в 1974 году, и подчиняется Сельскохозяйственному комитету, поскольку ее корни находятся в товарном бизнесе. Тем не менее, поскольку отсутствие финансового регулирования помогло срочным

¹ Действительно даже в общеевропейских индексах до недавнего времени была нестабильная жизнь. Контракты на LIFFE FTSE Eurotrack с конца 1980-х годов не могли привлечь к себе большого интереса, и только благодаря рождению единой валюты в Европе появилось пока еще отдаленное понимание – хотя все еще незрелое – развитие заграничных инвестиций.

рынкам расти взрывообразно, баланс сил, измеренный в объемах, переместился к финансовым инструментам. К 1982 году срочные биржи захотели котировать индексные фьючерсы, и была организована встреча двух председателей регулирующих органов, чтобы достичь соглашения по контролю за финансовыми инструментами на который обоснованно претендовали обе организации. Конечным результатом явилось соглашение Шэда-Джонсона, названное так в честь председателя SEC Джона Шэда (John Shad) и Филиппа Джонсона (Philip McBride Johnson), председателя CFTC. Это соглашение разрешило выпуск инструментов фондовых индексов. Тем не менее, фьючерсы на отдельные акции были запрещены в США до принятия CFMA в 2000 году.

SSF уже котируются на различных мировых биржах с 1990-х годов. Фьючерсная биржа Сиднея проложила себе этот путь в 1994 году, за ней – Фьючерсная биржа Гонконга (объединившаяся сейчас в Биржу Гонконга) в 1995 году. Ряд других бирж последовали кортежом в середине и конце 1990-х годов, включая открытый рынок в Швеции и удаленные рынки в Южной Африке, Южной Америке и России.

И только после того, как LIFFE представила на пресс-конференции 20 сентября 2000 года свой проект универсальных фьючерсов на акции (Universal Stock Futures – USF), SSF выдвинулись на середину сцены на мировых биржах. Действия США по легализации SSF стали жизненно важными для срочных рынков, особенно в Чикаго, хотя в начале, индустрия опционов США, в особенности CBOE, была против предложения о вводе SSF, приводя цитату о том, что эти инструменты могли бы быть искусственно созданы на их биржах. Несмотря на это, как мы увидим, Билл Бродский (Bill Brodsky), главный администратор биржи CBOE, в

конечном счете использовал свой авторитет и влияние на поддержку этого инструмента, и стал центральной фигурой в деле создания биржи OneChicago.

20 сентября биржи CME и CBOT совместно ответили на историческую декларацию LIFFE о намерении выпустить международные SSF, в том числе указывая:

«Заявление биржи LIFFE о том, что она будет торговать фьючерсами на отдельные акции по пяти акциям США, является самым лучшим доказательством непорядочной конкуренции, с которой лицом к лицу столкнулись сегодня срочные биржи США. LIFFE будет торговать... инструментом, который мы запретили к торговле федеральным Законом... Мы полностью понимаем необходимость защищать чью-либо конкурентную позицию и стремление защитить свою сферу влияния, но когда подобные действия затрагивают насущные интересы Соединенных Штатов, это непростительно.»

Блок 2.1 Соглашение Шэда-Джонсона и CFMA

В 1982 году, с введением индексных фьючерсов и возможностью введения фьючерсов и опционов на отдельные акции, впереди маячила проблема, считать ли эти финансовые инструменты срочными. Это была классическая борьба властных структур, но не за влияние, а за бюджетные средства. В то время платежеспособность, а поэтому и распределение бюджетных средств, увеличивались. Это было время, когда объемы фьючерсных контрактов значительно увеличились, а финансовых фьючерсов особенно. И Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC), которая контролировала рынки ценных бумаг, и Комиссия по срочной биржевой торговле (CFTC), которая контролировала срочные рынки, видели, что тот, кто выиграет эту битву, то и будет центральной фигурой, получит огромное увеличение

бюджетных средств и, в конечном счете, сможет контролировать и другие организации; иными словами – межведомственная борьба на уровне правительства за сферы влияния...

Тогда было сделано несколько безуспешных попыток уладить конфликт, но это не удалось, потому что один регулирующий орган вероятнее всего «прикончил» бы проигравшего. Аналогично политики из Сельскохозяйственного комитета внезапно не захотели отдавать одну из своих призовых собственности – Комиссию по срочной биржевой торговле (CFTC), несмотря на то, что доля сельскохозяйственных продуктов в объеме всех фьючерсов была мизерной. А Банковский комитет просто не мог понять, почему бы ему не управлять всей сферой финансовых продуктов. Занимательно, что сама Комиссия по срочной биржевой торговле (CFTC) была образована в 1974 году с некоторым противоборством со стороны Казначейства, которое считало, что только они имеют право контролировать инструменты валютного рынка и рынка облигаций...

В конечном счете, после почти 18 лет борьбы, Соглашение Шэда-Джонсона было наконец-то отменено Законом о совершенствовании товарных фьючерсов (CFMA), принятым администрацией Клинтона в 2000 году, после экстенсивного лоббирования со стороны срочных бирж США, когда из-за границы неожиданно стала нарастать угроза их сфере влияния (преимущественно от европейских бирж). Председатели Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) Артур Левитт (Arthur Levitt) и Комиссии по срочной биржевой торговле (CFTC) Билл Рейнер (Bill Rainer) руководили историческим проектом, направленным на отмену Соглашения Шэда-Джонсона. Интересно, что остался

один спорный пункт – если Соглашение Шэда-Джонсона когда-либо являлось постоянным запретом на SSF, то позднее оно было истолковано в качестве существующего, или точнее, в начале существовавшего указательного столба для процесса согласования фьючерсов на фондовые индексы с оглядкой на согласование SSF при некотором стечении обстоятельств ... но, как оказалось еще раз, та старая война за сферы влияния между регулируемыми органами мешает любому прогрессу в течение 18 лет.

По существу Закон о совершенствовании товарных фьючерсов (CFMA) обеспечивает совместную юрисдикцию Комиссии по срочной биржевой торговле (CFTC) и Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) над SSF и фондовыми индексами с небольшим охватом акций (обобщенное название – фьючерсы на ценные бумаги). CFTC сохранила всеобъемлющие полномочия над фьючерсами на фондовые индексы с широким охватом акций. По этому соглашению CFTC является основным регулирующим органом над срочными рынками и над посредниками в срочных биржевых операциях, в то время как SEC является основным регулирующим органом над рынками ценных бумаг и брокер-дилерами. Чтобы торговать фьючерсами на ценные бумаги, все рынки и их брокеры должны пройти регистрацию также и в смежном регулирующем органе (т.е. срочные брокеры и срочные биржи – в SEC, а фондовые брокеры и фондовые биржи – в CFTC).

Бывший председатель Комиссии по срочной биржевой торговле (CFTC) Филипп Джонсон (Philip McBride Johnson) признал в 2000 году, что Соглашение Шэда-Джонсона было попыткой защитить юрисдикцию над срочными рынками в целом, аргументируя тем, что «если бы фьючерсные контракты регламентировались на основе соответствующих

активов, то тогда эта отрасль столкнулась бы с множеством регулирующих органов». Естественно, Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) понравилось бы обладать такими полномочиями из-за влияния, которое она бы имела на фондовые и опционные рынки. В этом отношении было бы интересно посмотреть, как совместное соглашение по SSF между CFTC и SEC будет решать свою задачу.

Не успела Лондонская биржа LIFFE выпустить свои универсальные фьючерсы на акции, как внезапно по биржам США прокатилось мнение, что Соглашение Шэда-Джонсона ограничивает представление о капитализме, и что рынкам США должны будут предложить этот инструмент как можно быстрее. При власти реформиста и председателя CFTC Вильяма Рейнера (William Rainer), Комиссию по ценным бумагам и биржам вскоре убедили в достоинствах SSF после многих прений в Конгрессе.

И все же, это потребовало множества всесторонних консультаций, прежде чем политики США дали свое одобрение. В результате была создана система, в соответствии с которой и Комиссия по срочной биржевой торговле (CFTC), и Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) обладали определенной степенью власти над этим инструментом, и, в самом деле, некоторые положения применялись по-разному к участникам рынка, в зависимости от того, были ли они связаны с ценными бумагами или фьючерсами:

Предложенная система взглядов предназначена поддержать нововведение, отстаивать конкурентоспособность США, уменьшить систематический риск, и защитить клиентов, работающих с деривативами. Любое принятое в конечном итоге предложение не будет скроено по запросу каких-то особых интересов или по

указаниям какой-либо властной структуры Мы хотим найти решения, которые служат общественным интересам

С Р Паул (C Robert Paul) тогда Главным консультант CFTC (а сейчас Главным консультант биржи ОпеChicago), из выступления перед Комитетом по сельскому хозяйству продовольствию и лесному хозяйству при Сенате США 20 марта 2000 года

Тем временем, в Европе испанская биржа MEFF 11 января 2001 года фактически выпустила свои SSF, немного опередив LIFFE, и быстро установила очень мощные объемы Эта биржа оставалась самым большим рынком SSF в мире до открытия аналогичного рынка в США в конце 2002 года

Позднее, 31 января 2001 года первые североамериканские SSF на Канадскую телекоммуникационную компанию Nortel были выпущены Фондовой биржей Монреаля (Bourse de Montreal) с соответствующими шоу в Монреале и Торонто, где соавтор этой книги Патрик Л Янг (Patrick L Young) был основным докладчиком, представляющим этот инструмент¹

Однако, после подписания 21 декабря 2000 года Президентом Клинтоном Закона о совершенствовании

¹ Увы, главная Канадская акция того часа была Nortel и позднее она испытала на себе судьбу многих телекоммуникационных компаний, значительно потеряв в цене, и став гораздо менее привлекательной Неудачное время для Фондовой биржи Монреаля, которая позднее придаст больше выразительности своему совместному с маркет-мейкером Timberhill и Фондовой биржей Бостона (Boston Stock Exchange) предприятию BOX, созданному для торговли опционами и вероятно другими деривативами на ценные бумаги С другой стороны циники могут заявить, что привлечение Патрика Янга для продвижения вашего продукта равняется смертному приговору хотя автор мог бы заявить о USF биржи LIFFE, которые он решительно поддерживал на различных шоу LIFFE

товарных фьючерсов (CFMA), битва за превосходство между биржами США началась с большой давки за положение. По существу каждая биржа от хищников до жергвы, внезапно высказала заинтересованность присоединиться к победителям фьючерсов на отдельные акции. Билл Бродский (Bill Brodsky), Главный администратор Чикагской биржи опционов (CBOE) 1 марта высказал свое мнение Обществу инвестиционных аналитиков Чикаго «Мы не только планируем торговать этим инструментом, мы намереваемся преобладать в этой области»

Затем, 26 марта 2001 года, сэр Брайен Вильямсон (Brian Williamson) Председатель Лондонской международной биржи LIFFE предпринимает еще один марш против своих конкурентов с исторической сделкой создать совместное предприятие в виде прибыльной биржи (теперь они разрешены Законом о совершенствовании товарных фьючерсов, до принятия которого были ограничены). Вильямсон, бывший управляющий Национальной ассоциацией дилеров по ценным бумагам (NASD) объявил о новом совместном предприятии с Франком Зарбом (Frank Zarb), председателем Системы автоматической котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASDAQ), о создании рынков NASDAQ LIFFE, биржи, предназначенной для обеспечения торговли SSF на американском рынке. Хорошо зарекомендовавшая себя система подключений Лондонской международной биржи LIFFE была выбрана в качестве платформы, а систему NASDAQ по предоставлению кредита на фондовом рынке США дополнили технологической квалификацией команды LIFFE, так же, как и их опытом в разработке собственного международного инструмента SSF.

Реакция в Чикаго сначала была сплошным удивлением, которое послужило поводом наилучшего примера

кооперации бирж, когда-либо виденных Городом ветров. Через несколько недель, 14 мая 2001 года на пресс-конференции объявили о создании того, что назовут потом биржей OneChicago, совместного предприятия по 40% акций которого, принадлежат Чикагской товарной биржей (CME) и Чикагской биржи опционов (CBOE), в то время как Чикагскому совету по торговле (CBOT) принадлежат 10% и оставшиеся 10% – служебному персоналу. Впоследствии биржа OneChicago объявит о назначении бывшего Председателя Комиссии по срочной биржевой торговле (CFTC) Билла Райнера (Bill Rainer) Председателем и Главным администратором этой биржи. Добавление бывшего Главного консультанта CFTC Боба Паула (Bob Paul) в качестве Главного консультанта биржи OneChicago означало, что зодчие реформы регулирующего органа CFTC, станут теперь главной движущей силой в претворении SSF в жизнь. Биржу OneChicago дополнили системой, основанной на ядре системы прямого соответствия Чикагской биржи опционов (CBOE), объединенной с несколькими прикладными программами, разработанными Чикагской товарной биржей (CME).

Еще несколько бирж выразили намерение выйти на арену SSF, включая находящиеся в Нью-Йорке Американскую фондовую биржу (AMEX) и Нью-йоркскую товарную биржу (NYMEX), а также срочная биржа Island Futures Exchange. Оказалось, что последняя была законсервированным в конце 2002 года проектом, а NYMEX, кроме того, отказалась от краткосрочных планов вступления в проект SSF. AMEX в то время все еще предлагала запустить у себя проект SSF, хотя она оказалась бы весьма уникальной фигурой на рынке, так как предлагала использовать открытые голосовые торги на полу биржи в

противовес системе электронных торгов, которую предпочитали все ведущие биржи по всему миру, торгующие SSF. Приняв во внимание оценку операциям, проводимым на полу биржи, и факт того, что вряд ли открытые голосовые торги проживут очень долго в качестве первоначального способа организации торговли фьючерсами/опционами (например, они уже вышли из употребления во всех замыслах и проектах в Европе и Азии), концепция AMEX о торговле на полу казалась слегка эксцентричной. Приняв во внимание, что указанные биржи когировали от 15 до 20 и более новых контрактов в неделю в свои первые недели работы в конце 2002 года, невозможно поверить, что голосовые операции на полу смогут справиться с работой с такой же скоростью, с какой могут действовать электронные рынки.

ИСТОРИЧЕСКИЕ КОРНИ

Как там ни было, у SSF действительно есть несколько знаменательных исторических прецедентов и их истинные корни лежат в первой половине 17 века, когда ими эффективно торговали в Амстердаме. Рассказ о том, как акции Восточной Индийской компании (East India Company), впервые выпущенные в 1602 году, торговались в 17 веке в Амстердаме содержится в книге Джозефа де ла Вега (Joseph de la Vega) «Confusion de Confusiones», первоначально изданной в 1688 году (Fridson и др., 1996). Джозеф де ла Вега был евреем, родился в Португалии, его семья переехала в Амстердам, где значительная группировка еврейских трейдеров, среди многих других, играла на фондовом рынке. В этой книге де ла Вега очаровательно рисует картину фондового рынка, которая, возможно, в некоторой степени

тревожно похожа на современный рынок. Он описывает в деталях как развивался рынок от простой торговли акциями до всех способов, с помощью которых трейдеры, спекулянты, брокеры и даже ростовщики совершенствовали методы торговли, чтобы совладать с истощающей волатильностью и препонами неэффективного управления. Появление «коротких продаж», их запрещение и развитие форвардных контрактов в попытке заеджировать позиции. Введение в опционы, не только простые пуг и колл, но даже «стеллажи». Каждый метод применялся Амстердамцами-новаторами в торговле акциями не только Восточной Индийской компании, но, кроме того, и более поздней Вест-Индийской компанией (West India Company). Ценовые значения и волатильность индивидуальных акций были такими, что они даже торговали мини-контракт, называемый «дукатон» (ducaton), торговля которым эффективно шла десятными долями от полной стоимости акции. Книга восхитительная и является прекрасным уроком того, как несмотря на то, что все изменилось, ничего нового не появилось. Книга написана в форме четырех бесед, представляющих разных действующих лиц, вовлеченных в рынок. Акционер является первым действующим лицом и, когда его просят описать «рынок», он предлагает следующее:

. это таинственный бизнес, который одновременно является самым честным и наиболее коварным в Европе, самым благородным и самым мерзким в мире, самым возвышенным и самым пошлым на земле. Это квинтэссенция академической учебы и образец жульничества; это оселок для способных и надгробный камень для опрометчивых, сокровищница полезности и источник несчастий .

Если бы он мог видеть рынок сейчас

Что такое фьючерс на отдельную акцию

Было бы невозможно составить руководство SSF без введения в основы фьючерсных контрактов. Просим снисхождения за это минутное пояснение для новичков. Читатели, которых возможно раздражает до белого каления еще одно определение основ фьючерсных контрактов, просим перейти на стр 58

ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ ФЬЮЧЕРСНЫХ КОНТРАКТОВ

Фьючерсы, как подсказывает название, являются инструментами заблаговременной (форвардной) оценки рынка. Другими словами любой контракт – это обязательство или принять поставку, оговоренного контрактом товара, или обеспечить ее в установленный срок в будущем. В основе такого контракта может лежать практически любой основной финансовый инструмент. На момент написания книги уже существовали подобные продукты на основе всех товарных, валютных бирж, денежных рынков и облигаций наряду с различными ценными бумагами. Все, от результатов следующей игры в Американский футбол (на Tradesports.com) до погоды (на различных биржах, включая Euronext LIFFE и CME) подходят в качестве рыночных фьючерсных контрактов. Концепцию «товаротизации» рынка для создания инструментов заблаговременного определения цены с расчетом в будущем, по существу можно применить к любому материальному или нематериальному товару.

Форвардная цена основана на будущей поставке или расчете по некому продукту. Другими словами, если мы хотим купить что-либо сейчас, мы можем ожидать меньших

расходов, чем у нас были бы при поставке в заранее определенную дату в будущем, потому что, конечно же, существуют различные проблемы, предположительно влияющие на цену, такие как (но этим не ограничивается) инфляция и отпускная цена поставки конечному продавцу товара, не забывая об упущенной возможности получить прибыль от всей суммы за это время и т.д. На срочных рынках обычно присутствует расчет заранее определенной «обоснованной стоимости» ("fair value"), которая применяется для ориентировочного определения цены, которая вероятно будет запрошена за фьючерсный контракт. Позже мы рассмотрим обоснованную стоимость в отношении именно SSF.

Фьючерсный контракт, по существу, оценивает товар для будущего расчета. Как правило, контракты обладают стандартным размером, позволяющим трейдерам легко открывать и закрывать позиции. Трейдеры могут просто без труда открыть (или закрыть) позицию посредством покупки или продажи фьючерсного контракта. Традиционные фондовые инвесторы возможно с трудом представляют как кто-то может стремиться продать что-то, чем возможно и не владеет; на самом деле, как мы увидим в разделах о торговле SSF в этой книге, это может иметь ощутимые преимущества через разрешение построения спрэдов, так же, как и возможность инвесторов извлекать выгоду из перекупленной позиции по какой-нибудь акции, которая может принести трейдеру прибыль при изменении к более рациональной цене. Главная разница между инвесторами, которые приобретают и хранят акции, от трейдеров фьючерсными контрактами заключается в том, что последняя группа стремится быть более гибкой в параметрах своих позиций. Трейдеры фьючерсными контрактами на самом деле не только стремятся к более

краткосрочным позициям, они, кроме того, гораздо более чувствительны к медвежьим или бычьим настроениям рынка.

Для реализации торговли на срочных биржах используют механизм централизованных клиринговых расчетов, обеспечиваемых расчетной (клиринговой) палатой. Это очень выгодно всем участникам рынка, так как сделки согласуются расчетной палатой, которая эффективно выступает на стороне обоих участников и в каждой сделке. Другими словами, расчетная палата берет на себя риск в том, что если вы купите SSF и ваш покупатель не выполнит своих обязательств, то вы не пострадаете. Вероятно, это самая большая причина, почему торговля фьючерсами помогает вам спокойно спать по ночам, вместо того, чтобы не находить себе места! Если фьючерсная сделка не дает вам покоя ночью, то это происходит скорее всего потому, что вы выбрали неправильное направление позиции или слишком превысили риск по своей вине, а не в результате систематических рисков самого рыночного процесса!

Во всех фьючерсных позициях применяется маржа. Маржа включает в себя несколько компонентов. Когда вы открываете какую-нибудь позицию (или покупаете, или продаете), то расчетная палата требует через вашего брокера, чтобы вы зарезервировали начальную маржу (*initial margin*). Это представляет собой некий вид залога на вашу сделку, и на рынках США, например, составляет 20% от стоимости лежащих в основе акций. Конечно, расчетная палата взимает этот залог с обоих участников любой сделки, таким образом, она тотчас же собирает залог в 40% от размера позиции. Впоследствии, каждый раз при движении цены, на счете трейдера резервируется вариационная маржа (*variation margin*), означающая, что он должен быть готов покрыть свои убытки при фактическом закрытии позиции. Этот процесс еще называют «переоценкой активов в соответствии с текущими

рыночными ценами» («marking to market» – переоценкой по рынку). Если быть точным, «вариационная маржа» может быть установлена гораздо выше уровня текущих цен, чтобы обеспечить расчетной палате уверенность в том, что все участники имеют достаточное покрытие на своих счетах для рынка, который может быть высоковолатильным. В исключительных обстоятельствах (например, во время краха фондового рынка в октябре 1987 года), для расчетных палат является привычным делом взимать дополнительную маржу, чтобы гарантировать, что рынок имеет достаточную капитализацию.

Все фьючерсы имеют ограниченную конечную дату. Традиционно фьючерсы котируются по квартальному циклу истечения срока: март, июнь, сентябрь и декабрь. Иногда используются последовательный ряд месяцев – так в случае большого количества SSF котируются именно последовательные месяцы.

Что касается SSF, то почти все рынки торгуют их с использованием электронной системы торгов. Это означает, что ордера трейдеров могут быть направлены в электронном виде напрямую на биржу (через подключение брокера к бирже) без обязательного ввода ордера самим брокером, предполагая, что у вас есть соответствующее программное обеспечение и прямое подключение.

ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ ФЬЮЧЕРСОВ НА ОТДЕЛЬНЫЕ АКЦИИ

Фьючерсы на отдельные акции (SSF) как и подсказывает их название, основаны на выпуске индивидуальной ценной бумаги (отсюда популярное в

Америке определение – фьючерсы на ценные бумаги (Security Futures)). Следовательно, каждый SSF имеет в своей основе акцию (например, Microsoft), которая, в конечном счете, и диктует цену на данный фьючерс. Кроме того, существуют многие другие факторы, определяющие цену. Центральным вопросом является концепция обоснованной стоимости. Для простоты предположим, что фьючерс на акцию является контрактом на покупку или продажу акции отдельной компании в заранее определенную дату в будущем. Обоснованная стоимость является мерой возможных издержек от удержания фьючерсной позиции в сравнении с доходом, который мог бы быть получен от в высшей степени безрискового инструмента (т.е. краткосрочных, обычно трехмесячных казначейских векселей правительства США [T-Bill]) и от дивидендов по акции. Следовательно, обоснованная стоимость вычисляется путем прибавления величины ожидаемой прибыли от казначейских векселей к цене наличной акции в течение соответствующего временного периода. Затем, если в период существования контракта, дивиденды подлежат выплате, то необходимо вычесть ожидаемую величину дивидендов из наличной стоимости акции и прибавить значение прибыли по казначейским векселям. Просто представим, что обоснованная стоимость на акцию равна ее наличной цене плюс упущенная прибыль от неинвестирования в казначейские векселя минус выплаты по дивидендам этой акции; то есть:

$\text{Стоимость фьючерса} = \text{Цена акции} + \text{Прибыль от казначейских векселей} - \text{Дивиденды}$
--

При вычислении этого уравнения текущая ставка по

казначейским векселям всегда используется в качестве Прибыли_от_казначейских_векселей, и следует заметить, что применяемые брокером ставки по марже могут значительно отличаться от дохода по этим обязательствам

Итак, чтобы удерживать акцию в течение шести месяцев, мы могли бы продать фьючерсный контракт и купить казначейские векселя, разместив их на своем счете, а затем использовать 95% их номинальной стоимости в качестве маржи. Это эффективно компенсировало бы часть форвардной премии. Дивиденды роли не играют, так как они вычитаются. Таким образом, мы смогли бы купить акцию с плечом два-к-одному и удерживать данную позицию в течение шести месяцев с конечной себестоимостью около 2.5% годовых в виде премии. Это сравнимо с процентными ставками брокера, которые могут быть, скажем 8% в период тех же экономических условий, и которые для плеча два-к-одному означают, что заимствование половины средств обойдется вам в 4% годовых.

Таким образом, любой SSF, благодаря ожидаемой дополнительной прибыли от Казначейских векселей, будет стремиться иметь премию выше текущей цены за базовую акцию. Естественно, чем ближе акция подходит к дате истечения срока, тем теснее цены будут сходиться. Если этого не произойдет, то трейдер сможет извлечь арбитражную прибыль в день истечения срока, продав SSF и купив базовые акции. Конечно, обоснованное значение является важным вопросом на рынке, и когда какой-нибудь SSF значительно упадет ниже обоснованного значения или взлетит значительно выше этого уровня, то на рынок выйдут арбитражеры, чтобы компенсировать несоответствие этих цен и аннулировать свои позиции после того, как рынок вернется к обоснованному значению. Конечно, вопрос с

обоснованным значением совсем не так банален, как простая продажа при подъеме рынка над обоснованным значением или падением ниже него. На практике, акция должна будет отойти на значительное расстояние от обоснованного значения для того, чтобы к ней применили прибыльный арбитраж. Почему? Ну, для начала, существует проблема спреда между ценами покупки и продажи, которые применяются как в торговле акциями, так и в торговле SSF. Это будет означать, что уровень обоснованного значения должен быть превышен, по крайней мере, на несколько центов чтобы позволить прибыльное открытие позиции и, несомненно, ее прибыльное закрытие, если только трейдер не собирается держать позицию до истечения срока.

Конечно, иногда, когда рынок движется очень быстро из-за последних новостей или общего оживления рынка, такая волатильность также может привести к значительным колебаниям обоснованного значения, но профессиональные участники рынка просто могут быть слишком заняты (или слишком озабочены реальным риском незахеджированных позиций на одной или другой стороне сделки), чтобы в действительности заниматься арбитражем данной позиции.

Однако, трейдерам SSF всегда следует быть на одном уровне с обоснованным значением по любой акции, которую они отслеживают. Что еще? Когда вы хотите продать фьючерс на отдельную акцию, и сможете заметить акцию, слегка превышающую свое обоснованное значение, вы также можете попытаться превратить это в капитал, добавив небольшой запас к своей позиции... Кроме того, не забывайте, что если ожидаются приличные дивиденды, то SSF в действительности может торговаться со скидкой по отношению к базовой акции. Если вы хотите купить по рынку с расчетом на будущий чистый прирост капитала, это

может обеспечить вам дополнительный запас при открытии позиции. Наконец, никогда не забывайте, что выплата дивидендов чувствительна не к дате выплаты, а к дате «фиксации прав на дивиденды» ("ex-dividend") на фондовом рынке (т.е. день, начиная с которого акции торгуются без права на получение дивидендов). Именно в этот день дивиденды, включенные в ценообразование SSF, должны быть исключены из цены SSF и она должна сравняться с ценой базовой акции, хотя, конечно, выплата прибыли по казначейским векселям останется в цене фьючерсов по сравнению с акцией.

РАЗЛИЧИЯ МЕЖДУ ВЛАДЕНИЕМ АКЦИЕЙ И ФЬЮЧЕРСОМ

Существуют несколько ключевых отличий между владением SSF и его реальной базовой акцией (Таблица 2.1).

Таблица 2.1

Наличная акция		Фьючерс
Да	Избирательные права	Нет
Да	Дивиденды	Нет
Да	Период владения: может быть бесконечным пока существует компания	Нет
Нет	Срок истекает с окончанием контракта или закрытием компании или сменой владельца компании	Да

КЛЮЧЕВЫЕ ОТЛИЧИЯ МЕЖДУ ТОРГОВЛЕЙ ФЬЮЧЕРСАМИ НА АКЦИЮ И НАЛИЧНЫМИ АКЦИЯМИ

Те, кто привык к системам специалистов фондового рынка США, посчитает новинкой тот факт, что их ордера могут быть показаны на открытом рынке (аналогично ценовой очередности уже реализованной многими зарубежными фондовыми системами, например, на Euronext). По существу на рынке необходимо показывать самые лучшие ордера, но в настоящее время электронные коммуникационные сети (ECN¹) и другие системы регистрации и упорядочивания ордеров не являются привычными в процессе совершения сделок на срочных рынках. Более того, исполнение через электронные рыночные системы, которые превалируют на биржах SSF, означает, что скорости исполнения будут весьма стремительными в сравнении с открытыми голосовыми фондовыми рынками Нью-Йорка (если предположить, что ваш ордер когда-нибудь действительно попадет в операционный зал Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE) – процент розничной торговли такими ордерами, действительно исполняющимися в зале на Уолл-стрит, намного меньше доли общих сделок в электронных системах).

Биржи SSF стремятся обеспечить свою ликвидность разумной смесью индивидуальных спекулянтов (известных как «частники» ("locals")), специалистов маркет-мейкеров и банков или других крупных финансовых учреждений. Тем не

¹ ECNs (Electronic Communications Networks) – электронная коммуникационная сеть, провозглашается многими в качестве решения проблем фондового дилинга, на самом деле является в большей части карбункулом, то есть одним из симптомов проблем, а не решением их *по существу*.

менее, в электронной торговле ордера обычно являются объектом того, что известно как время-ценовая очередность, также называемой системой FIFO. Понятие FIFO («First In First Out» – «первый вошел, первый вышел») означает, что ордера, зарегистрированные раньше, и будут исполнены раньше тех, которые зарегистрированы в более поздний период. В этой системе существуют некоторые тонкие особенности, которые разрешают особые типы ордеров, такие как ордера на крупные пакеты (block) и на спрэд-овые сделки, но в целом игровое поле для фьючерсных ордеров является удивительно простым для обыкновенных фьючерсных трейдеров.

Торговля крупными пакетами остается чем-то вроде «яблока раздора». Традиционная точка зрения трейдера в операционном зале (floor-trader), например в яме (pit) Чикагской биржи (одно из немногих мест, где остаются традиционные ямы), заключается в том, что торговля такими пакетами является скверным делом, потому что она дает несправедливое преимущество перед частниками, которые работают в поте лица и стараются обеспечить ликвидность в ямах. На мгновение частники получают возможность торговать, но затем опять наступает сделка крупным пакетом, и так на протяжении всего внебиржевого рынка (OTC). Реализация таких пакетов на бирже позволяет трейдерам мельком увидеть, где на самом деле проходят крупные объемы.

ГЕРБОВЫЙ СБОР

В Соединенном королевстве, покупатели наличных акций все еще платят по каждой сделке один из самых регрессивных налогов в мире – «гербовый сбор». Такой налог

пока не применяется к SSI (даже если Euronext LIFFE или некая конкурирующая биржа ввели бы физически поставляемые фьючерсы), делая их гораздо более рациональным торговым инструментом, хотя и в результате близорукой сущности министерства финансов Великобритании, которая продолжает вредить доходам инвесторов посредством этого налога

ПРАВИЛО ПОВЫШЕНИЯ ЦЕНЫ (THE UPTICK RULE)

Финансовый и промышленный мир поражены термитами, такими же коварными и разрушительными, как и термиты-насекомые. Вместо того, чтобы питаться деревом, они питаются и размножаются на деньгах других людей.. этими финансовыми термитами являются те, кто осуществляет на практике технологию грабительских или крупных финансовых операций. Они разрушают разумное назначение финансов и становятся общим врагом инвесторов и делового мира... Одним из главных свойств такой финансовой системы стала ее жестокость, ее безразличие к общественным и человеческим ценностям.

Вильям О Дуглас (William O. Douglas), Председатель Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) в своей речи приблизительно в 1938 году

По следам кризиса Уолл-стрит 1929 года Президент Рузвельт многое сделал для реформирования финансовой системы США. Закон о ценных бумагах и биржах 1934 года учредил Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC). Это был третий из трех основополагающих законов, последовавших за Законом о ценных бумагах 1933 года, который был направлен на усиление рыночной подотчетности и на полное раскрытие сведений о характере

акций при их выпуске, и за Законом Гласса-Стигалла, который запрещал коммерческим банкам заниматься инвестиционной деятельностью

Основополагающим элементом в деятельности SEC было, в частности, регламентирование процесса коротких продаж ценных бумаг, котированных на биржах для того, чтобы предотвратить серьезные злоупотребления в этом процессе, на которые, в первую очередь, многие возлагали ответственность за кризис. Комиссия по ценным бумагам и биржам изучала состояние дел в этом вопросе несколько лет, и в 1937 году были сформулированы их правила выполнения коротких продаж. В этих правилах присутствует три центральных компонента

- I разрешение относительно неограниченных коротких продаж на растущих рынках,
- II запрещение коротких продаж при последовательно понижающихся ценах, исключая таким образом, короткие продажи, как инструмент обвала рынка, и
- III недопущение ускорения падающего рынка трейдерами по коротким позициям, обеспечив полное использование всех оставшихся предложений (bids) на одном ценовом уровне, вызывая укрепление процесса последовательного снижения цен трейдерами по длинным позициям

Л С Гупта (L. S. Gupta, 2002)

Ядром правил Комиссии SEC является так называемое «правило повышения цены». Другими словами, короткая позиция не может быть открыта до тех пор, пока цена последней сделки, по крайней мере, не сравняется с ценой предыдущей сделки, но предпочтительнее, чтобы превысила ее. Следовательно, короткая позиция по наличной ценной бумаге не может быть открыта, если последняя рыночная

цена была ниже предыдущей. Конечно, это является значительно сдерживающим фактором для трейдеров на современных рынках. До тех пор пока этот закон существует в США, фондовый рынок Великобритании, например, никогда не будет обременен подобными правилами (по крайней мере, не в этом веке). Лондонская фондовая биржа (LSE) много лет назад преодолела свой период урегулирования процесса коротких продаж¹ и сможет продолжить существование в качестве ведущего центра по ликвидности наличных акций.

SSF не попадают под эти ограничения, любой трейдер может открывать короткую позицию при движении цены вверх или вниз. Следовательно, SSF в целом предоставляют гораздо более открытый и привлекательный рынок среди ценных бумаг, так как ценовое разгибание может выполняться без каких-либо искусственных ограничений цены. Конечно, трейдерам по SSF необходимо напомнить, что если контракты с физической поставкой, то при удержании контрактов до даты истечения их срока, они будут обязаны поставить акции.

КОРОТКИЕ ПРОДАЖИ¹

Профессиональные трейдеры, специализирующиеся на коротких продажах, не начинают спорить против команд Малой Лиги, приветствовать землетрясения или авиакатастрофы, или сомневаться в эльфах в детском

¹ Этот раздел основан на статье Патрика Янга, первоначально размещенной на сайте <http://www.appliedderivatives.com> в его погрязшей работе «Руководство по фьючерсам на отдельные акции» профинансированной Лондонской биржей LIFFE в период с 2000 по 2002 годы.

возрасте Они не размахивают Британским флагом 4-го июля, не носят траур на свадьбах и белый костюм на похоронах, не смачивают яблочный пирог острой перечной приправой Известные трейдеры коротких позиций испытывают на себе такую же неприязнь, как и невыносимые летучие мыши Их называют гнусными вредителями, грязными пятнами на стенах Уолл-стрит, финансовыми вампирами, которые высасывают наживу из здоровых акций, пока эти акции не станут слишком слабыми, чтобы подняться на рынке

Джон Ротшильд (John Rothchild, 1998)

Среди множества писем, получаемых по проблемным вопросам, связанными с SSF, одним беспокойством, постоянно всплывающим на поверхность, является старая тернистая проблема коротких продаж. Несомненно, многие люди в США осуждали короткие продажи в течение длительного времени и, вероятно, этот вопрос останется спорным в течение некоторого времени в дальнейшем. Однако, мы с удовольствием будем отстаивать мнение, что короткие продажи являются не только обычным и прибыльным процессом для рынков, но, кроме того, они на самом деле помогают финансовым рынкам гораздо больше, чем приносят им вреда. Огромное количество людей рассматривают SSF с совершенно противоположных точек зрения: «они ужасны, потому что это значит, что мы можем совершать короткие продажи свободно и безнаказанно» или «это продукт Вельзевула, подстрекающий антипатриотически настроенных людей разрушать материальные ценности».

Реальность, как в случае с такими полярными мнениями, лежит на самом деле где-то посередине. Действительно, бурный рост выпусков SSF в последние годы возвещает о новой возможности обеспечивать, чтобы цены

подлежащих акций более точно отражали мнение о компании и истинное настроение рынка.

По существу, есть целый ряд ключевых аргументов, касающихся коротких продаж, которые оказывают значительное воздействие на то, как посмотрит весь мир на рост продуктов SSF в грядущие годы. Следовательно, стоит пробежаться по нескольким ключевым аргументам в этой главе. Как по памятным запискам для сторонников SSF, так и по хорошему справочнику для тех, кто цинично рассуждает о преимуществе SSF, как инструменте разнонаправленной торговли.

1. Непатриотичный аргумент.

Теперь позвольте мне прояснить ситуацию еще по одному распространенному заблуждению, которое есть у некоторых людей. Некоторые думают, что играть на понижение и/или открывать короткие позиции является некоторым образом непатриотичным или негативным. Они полагают, что инвестировать свои деньги в промышленность своей страны и потерять их является более патриотичным, чем «совершать короткие продажи по тем же отраслям промышленности», открывая короткие позиции по их акциям... потому, что вы чувствуете, что мы уже вошли в медвежий рынок.

Гарри Шульц (Harry Schultz, 2002)

Просто представьте, что никто не желает разрушать свою страну, но первой заботой каждого гражданина должна быть уверенность, что они смогут накормить, одеть и обеспечить жильем себя и свои семьи. Если рынок катится вниз, вы просто обязаны хотеть открыть короткую позицию, а SSF являются самым дешевым, самым простым и самым эффективным способом сделать это на любой бирже. Немногие будут спорить против идеи страховочной сетки для

защиты тех, кто попал в трудное положение, такую страховку должно обеспечивать правительство, чтобы помочь людям удержаться от падения в жестокую нищету. Однако, представление о том, что своим отказом защитить себя от разорения на медвежьей фазе или целиком медвежьим рынке вы оказываетесь в какой-то степени патриотом, является в высшей степени некорректным представлением. Все трейдеры обязаны ради себя и своих семей оставаться на финансовых рынках платежеспособными.

Более того, упорствовать на медвежьем рынке – или даже на медвежьей фазе или на медвежьем секторе – это не только угрожает вашему благосостоянию, но, кроме того, это оставляет вам меньше средств для инвестирования в самой нижней точке следующего цикла. Давным-давно Натан Ротшильд (Nathan Rothschild) заметил, что время покупать наступает тогда, когда «кровь течет по улицам», и, откровенно говоря, если это ваша кровь струится по водостоку, то вам в действительности ничего другого не остается, кроме как патриотично попрошайничать на углах улиц или патриотично требовать пособие от благотворительных организаций.

Непатриотичный ярлык часто приклеивают к утверждению, которое все еще считается правдоподобным в некоторых кругах, утверждению о том, что в конечном счете:

2. Именно короткие продажи вызвали кризис 1929 года.

Действительно, Президент Гувер был убежден, что тайный сговор медведей обвалил рынок, но его собственные многочисленные сенаторские расследования и многократные доскональные исследования подтвердили, что это был просто не тот случай (хотя это и не остановило закрепления политическим классом за Комиссией SEC поручения об

уменьшении коротких продаж, что закономерно привело к правилам коротких продаж 1937 года). На самом деле количество акций, вовлеченных в короткие продажи в 1929 году достигали одной восьмой от 1% всех выпущенных в обращение. Несомненно, этого недостаточно, чтобы обвалить какой-нибудь крупный рынок ценных бумаг, и меньше всего, колосса с Уолл-Стрит в бурные двадцатые годы. Давайте перейдем еще к одному заблуждению.

3. Торговцев, практикующих короткие продажи, необходимо ограничивать и, следовательно, SSF – скверный инструмент, так как они позволяют бесконтрольную продажу акций.

Если бы на коротких продажах была предостерегающая наклейка, она гласила бы КРОТКИЕ ПРОДАЖИ НАГРАЖДАЮТ ОТ СЛУЧАЯ К СЛУЧАЮ. ОНИ МОГУТ ВЫЗЫВАТЬ ЗАВИСИМОСТЬ И ПОТЕНЦИАЛЬНО ГУБИТЕЛЬНЫ ДЛЯ БЛАГОСОСТОЯНИЯ

Джон Ротшильд (1998)

Короткие продажи – всего лишь еще один инструмент в арсенале трейдера. Немного парней – даже самых начинающих игроков в гольф – захотят посещать курсы по гольфу только с короткой клюшкой или клином, так и мы все пренебрежительно посмеивались бы над теннисным профессионалом, который не признает игру ударами слева. Однако, по неким причинам среди многих людей существует устойчивое мнение, что короткие продажи почему-то являются более опасной практикой, чем просто покупка акций и их удержание в течение прелестной жизни до тех пор, пока они не взлетят, или пока не обесценятся.

Правда, существуют обстоятельства, которые действительно делают короткие продажи более рискованными,

такие как «правило повышения цены», введенное в США перед самым окончанием медвежьего рынка 1930-х годов и запрещающее короткие продажи каждый раз, когда рынок движется вниз. Интересно, что игроки на повышение не ограничены правилом покупать акции только когда цена движется вниз, а ведь можно привести довод, что это помогло бы людям избежать попадания в искусственно раздуваемые пузыри, такие как мания интернетовских акций последних лет.

Само представление о необходимости ограничивать трейдеров по коротким продажам, является ошибочным умозаключением. В среде любого фондового рынка, прозрачного для информации, нет никаких причин для ограничения коротких продаж. Действительно, здоровая космополитическая смесь покупателей и продавцов на рынках деривативов только улучшает ликвидность на базовых наличных рынках, а результирующее ценовое оздоровление всем приносит пользу на рынках в целом, уменьшая сопутствующие издержки и способствуя более удобной транзакционной среде. SSF играют ключевую роль, гарантируя лучшее «поддержание порядка» на наличном фондовом рынке, в смысле обеспечения обоснованного значения цены. Аналогично, будучи довольно простым для сделок без требования на заимствование акций в целях поставки и т.д., рынок SSF является очень изящным способом совершить короткую продажу с целью хеджирования или для интерполяции, или против существующего портфеля. Все же, ничто не остановит всплывающие пузырьки, и экстремальные случаи всегда будут происходить на рынках, потому что это отражает основополагающую грань человеческой природы. Возможность благоразумно совершать короткие продажи без ограничений сможет помочь поддержанию ликвидности. Однако, существуют те, которые могут привести следующий довод.

4. Короткие продажи отдельных ценных бумаг вызывают еще большее движение вниз.

Фактически, это унижительно некорректно, поскольку короткие продажи (на наличных рынках или рынках деривативов) на самом деле обеспечивают некоторую степень «плавучести» падающему рынку. Трейдеры по коротким продажам рано или поздно вынуждены будут закрывать свои позиции, и в районе крупного рыночного дна, куда, возможно, скользит фондовый рынок, зачастую единственными покупателями, обеспечивающими поддержку, являются трейдеры по коротким продажам, фиксирующие свою прибыль. Как заметил ветеран Уолл-Стрит Фил Каррет (Phil Carret).

На дне рынка, когда торжествует пессимизм и никто не хочет покупать акции, единственными покупателями являются трейдеры по коротким продажам, закрывающие свои позиции. Без них людям, которые хотят избавиться от своих акций, некому было бы их продать.

Аналогично заметил и Гарри Шульц:

Треjder по коротким продажам весьма сильно способствует созданию более упорядоченных и устойчивых рынков, так как он создает спрос и предложение на акции. На бычьих рынках и на медвежьих он совершает короткие продажи, и, в конечном счете, он «покрывает» свою позицию (т.е. покупает), подкладывая таким запросом подушку под падающий рынок. Без трейдера по коротким продажам, наши рынки были бы бездонными, – в те времена, когда преобладает паника, и быки спешат на выход, в это время трейдер по коротким продажам спокойно покупает акцию, чтобы покрыть свою короткую позицию и получить прибыль.

Несомненно, существует множество доказательств того, что фьючерсы на фондовые индексы могут помочь успокоить непомерные движения на рынке, предоставляя трейдерам маневренность – покупать или продавать. То же самое моделируется и на микроуровне отдельных акций с помощью SSF

5. Короткие продажи разрушают рыночную цену.

Продавая SSF или открывая короткую позицию по наличной акции мы просто спекулируем на вероятном изменении цены отдельной акции. Продавая акции Microsoft, например, никто ничего не крадет у империи Билла Гейтса (Bill Gates) и не заставляет людей сокращать свои производственные расходы. В самом деле, там, где предприятие демонстрирует хорошие фундаментальные показатели, трейдер по коротким продажам будет вытеснен с убытками. Тем не менее, иметь в торговле только однонаправленный инструмент (т.е. только покупки с ограниченными продажами), само по себе является помехой для эффективного развития ценообразования.

Несомненно интересно заметить, что там, где процесс коротких продаж был запрещен, (например в США в 1931 году, когда создавалось правило «повышения цены»), и в разное время во многих других странах, таких как Великобритания, Франция и Япония, такой запрет обычно происходил вблизи самой нижней отметки рынка.

ВЫВОД ПО КОРОТКИМ ПРОДАЖАМ

Медвежий рынок – это бычий рынок в период беременности
Неизвестный автор

Наиболее важный момент, который необходимо иметь в виду каждому, когда приближается момент открытия коротких

позиций состоит в том, что в период и медвежьих, и бычьих циклов рынков необходимо использовать все возможные инструменты для работы. Садовник, который использует газонокосилку для того, чтобы нарезать букет цветов, будет выглядеть так же глупо, как и трейдер, избегающий разумного применения коротких позиций на всех рынках, но особенно на рынке SSF в тот момент, когда есть все причины полагать, что именно короткие продажи лучше всего сохраняют баланс счета.

Руководители взаимных фондов, играющие на повышение, встречаются за обедом или заключают сделки на покупки акций по телефону и в течение перерывов на кофе, во время конференций, но никто не обвиняет их в тайном заговоре с целью взвинтить цены на акции. Стоит застать пару трейдеров по коротким продажам в лифте и это автоматически становится тайным сговором с целью обвалить цены. Если бы короткие продажи были более распространены, а различные препятствия ликвидированы, то мы смогли бы видеть более счастливые лица в период медвежьих рынков.

Хорошей новостью является то, что SSF обеспечивают именно ту необходимую степень гибкости для пользы трейдеров по всему миру. В самом деле

Преимущество SSF нигде не будет так ярко выражено, как в уменьшении ограничений на сделки и экономии издержек по процентным ставкам, связанных с короткой продажей акций.

Рынок SSF (NQLX) Фьючерсы на отдельные акции для профессиональных трейдеров, (<http://www.nqlx.com>)

Достаточно часто одной из самых больших проблем, встающих перед трейдером по коротким продажам, может быть проблема реального заимствования акций для

выполнения своих обязательств по коротким позициям. Поиск через ссудные фондовые отделы тех акций, которые трудно или совсем невозможно взять в займы, не просто срывает планы поклонников коротких продаж, но, кроме того, это потенциально мешает плавной работе рынков ценных бумаг. Отсутствие возможности найти акции может спровоцировать короткую заминку, которая едва ли помогает делать фондовые рынки более эффективными. С SSF количество коротких фьючерсов может увеличиваться безгранично, так как они являются функцией скорее суммы открытых позиций (open interest), чем состояния уверенности в поставке наличных акций, которые могут плотно удерживаться. Таким образом, развитие ценообразования в известном смысле может быть достигнуто посредством использования SSF, что в настоящее время невозможно с плотно удерживаемыми акциями и/или с теми, заимствование которых затруднено.

В КАКОМ МЕСЯЦЕ ТОРГОВАТЬ

Несмотря на то, что может показаться целесообразным всегда стараться торговать SSF с наибольшим промежутком времени до истечения срока, на самом деле активность торговли стремится сосредоточиться в том месяце, который известен как передовой (front). Обычно это ближайший месяц к сроку истечения – хотя в последний месяц жизни контракта, рынок стремится «перекатиться» на следующий ближайший месяц по мере приближения срока истечения. Самое лучшее, что могут сделать большинство фьючерсных трейдеров – это всегда быть уверенными, что они следуют за ликвидностью, потому что торговля в неликвидные месяцы может означать, что вы получите худшие цены исполнения.

как результат расширения спреда между ценами спроса и предложения (и наличие меньшего доступного объема) Перенос сроков (rollovers) – это процесс переноса контракта с одного месяца на другой – общепринятая практика и, обычно, может быть достигнута при очень низких затратах, если вы хотите сохранять позицию дольше, чем пара месяцев

Аргументы «ЗА» и «ПРОТИВ» фьючерсов на отдельные акции

Прошло немало обсуждений по поводу достоинств и выгод введения SSF. Хочется заметить, что в мире с бесподобной возможностью согласованной информации, благодаря цифровым линиям связи таким, как Интернет, в обсуждении достоинств SSF часто преобладали клеветники, которые, как оказалось, имели самое поверхностное представление об этом продукте. Тем не менее, некоторые нападки остаются, хотя бы взять это сообщение

Рано или поздно они вплотную подойдут к выпуску фьючерсов на отдельные акции (SSF) в США. Судя по постоянным задержкам и реакции на эти задержки, многие люди очевидно думают, что это грандиозное предприятие. Но обоснован ли этот ажиотаж? Бог не сотворил SSF, была ли какая-нибудь необходимость создавать их?

Марк Беддис (Mark Beddis, 2002)¹

Очевидно, что выпуск SSF в США в конце ноября 2002

¹ Благодарим Марка за его статью, которая остается одним из самых последовательных выступлений против ФОА, обобщая аналогичные нападки. Мы счастливы заимствовать его аргументы в данном разделе книги хотя и не согласны с его точкой зрения!

года стал серьезным испытанием для этого финансового инструмента. Совсем не безрассудно предположить, что если они не могут успешно развиваться в самых передовых капиталистических странах в мире, то они не смогут преуспеть где-либо еще. С другой стороны, история SSF удивительно пестрит датами. Выпуск SSF Фьючерсной биржей в Гонконге (HKFE) был воспринят как в высшей степени храброе наступление на Фондовую биржу Гонконга (обе эти организации объединились несколькими годами позже). Если где и следовало бы SSF быть успешными, так это в Гонконге, где рынок страдал от целого ряда неэффективных мер:

- через предоставляемый биржей спрэд между ценой покупки и продажи можно было проехать на автобусе (минимальное изменение цены иногда достигало 1% от стоимости акции);
- минимальная комиссия в 50 базисных пунктов за полную сделку (round trip, за открытие и закрытие позиции),
- гербовый сбор в 25 базисных пунктов за полную сделку;
- короткие продажи запрещены или очень сильно ограничены.

Как замечает Марк Беддис:

Акции требуется пройти 2% прежде чем у вас появится шанс на прибыль. Как оказалось, в противоположность им данные фьючерсы на акции олицетворяют собой сладкий вкус свободы для обложенных со всех сторон трейдеров. Минимальное изменение цены для SSF составляет 1 базисный пункт, отсутствует минимальное ограничение на комиссию, и нет гербового сбора, и вы

можете открывать короткие позиции по ним хоть целый день, если хотите. Как они могли не иметь успеха?

Удивительно, но SSF в Гонконге действительно потерпели поражение. Рынок в Гонконге к тому времени по существу отживал свой век. Кроме того, спрэды на фондовой бирже оставались широкими, а установленная минимальная комиссия вместе с гербовым сбором все еще сохранялись (хотя и значительно уменьшенные по сравнению со значениями 1994 года). Причины Гонконговской неудачи интригуют, но нам следует возложить вину на первоначальное нежелание ввести специальных маркет-мейкеров для создания ликвидности и, несомненно, на проблему взаиморасчетов, которая мешала запуску различных проектов SSF. Другими словами, те, кто имел доступ к наличному рынку, редко имели доступ к срочному рынку, в то время как фьючерсные игроки редко получали доступ к рынку наличному (если только они не являлись членами фондовой биржи). Точно такой же жребий выпал на долю Фьючерсной биржи Сиднея в попытке запустить проект SSF вскоре после Гонконга. Член Фьючерсной биржи Сиднея может принадлежать к одним институтам, но часто имеет в корне различное основание – а именно, денежный рынок и рынок облигаций на SFE и рынок акций на Австралийской фондовой бирже (Australian Stock Exchange (ASX).) Эти две группы редко пресекались на своих собственных биржах. Следовательно, не было возможности формировать цену на фьючерсы, опираясь на наличные акции, и наоборот, и можно было утверждать, что в конечном счете весь рынок был в проигрыше. Несомненно, ключевым моментом в успехе SSF на испанской срочной бирже MEFF (Mercado Espanol de Futuros Financieros) стала возможность объединить фьючерсных и наличных игроков на едином форуме и таким

образом создать первый в мире действительно успешный рынок SSF. Конечно, что касается Гонконга или Сиднея или любой другой неуспешной биржи, то одним ключевым аргументом остается предположение о том, что возможно просто нет спроса на такой инструмент, как SSF. Естественно, ведущая в мире биржа фьючерсов и опционов EUREX (Swiss/German Derivatives Exchange) чистосердечно отстаивает это мнение. В этом отношении США еще раз собираются провести несомненно серьезное испытание.

Что же там в этих фьючерсах, что делает их такими замечательными? Любой удачный фьючерсный контракт обладает одним основным определяющим свойством: он отвечает необходимости, и ничто больше не может соответствовать этому именно так. Эта необходимость может изменяться от рынка к рынку, но она всегда там есть. В единственной сделке производители товаров могут застраховать свою будущую продукцию на годы вперед; управляющие портфелями ценных бумаг могут использовать индексные фьючерсы для изменения общего профиля риска, а финансовый управляющий может сгладить воздействие 10-летних процентных ставок, используя фьючерсы на облигации и процентные ставки. До тех пор, пока существовали фьючерсы, просто не было другого быстрого способа существенно изменить ваш профиль риска в таких сложных классах активов, как биржевые товары, ценные бумаги и обязательства.

Марк Беддис (2002)

Итак, что же делает SSF такими выгодными? Ну, в некотором смысле, это один из видов обманчивых аргументов о том, что фьючерсы необходимы, чтобы придать некоему рынку отличительную особенность, чтобы он действительно был успешным. Например, на денежных рынках, внебиржевое форвардное соглашение на процентные

ставки и биржевой краткосрочный фьючерс на процентные ставки удивительно схожи по многим параметрам, но оба рынка преуспевают по своим собственным индивидуальным причинам — каждый в действительности помогает поддерживать другой в эффективном круговороте обеспечения ликвидности. Акции взаимных фондов, торгуемые на бирже, и фьючерсы на фондовые индексы стали для трейдеров совершенно одинаковыми по результату, к тому же и те, и другие могут преуспевать благодаря их небольшому различию. То же справедливо и для SSF. Даже без мешающих наличному рынку препятствий, таких как правило повышения цены в США, SSF все еще предоставляют изрядное преимущество для тех, кто высказывает пожелания осуществлять короткие продажи акций, особенно тех, которые плотно удерживаются или заимствование которых затруднено по некоей другой причине. Учитывая это, SSF могут помочь увеличить ликвидность акций и обеспечить, более корректное их ценообразование, чем это могло бы быть в случае одних акций, которые весьма подвержены заминкам из-за их недостатка для обеспечения коротких продаж.

Если кто-то будет утверждать, что основными компонентами успешных срочных рынков стали рациональное перераспределение риска, обход рыночных неэффективных правил и процесс ценообразования, тогда он сможет убедиться, что во многих отношениях фьючерсы могут увеличить привлекательность фондовых рынков так, как они увеличили привлекательность рынка облигаций. Во многих случаях спреды фондовых рынков являются весьма удручающими в сравнении с их ближайшими родственниками — срочными рынками (в отношении, скажем, облигаций или инструментов денежного рынка). Нет

оснований полагать, что взаимосвязь SSF и наличных акций не сможет помочь уменьшить реальные издержки сделок (то есть, спрэд между ценой спроса и предложения), в том мире, где размеры комиссии уже уменьшены до исторически низких значений с перспективами дальнейшего уменьшения этих издержек за счет технологии в ближайшие годы.

Действительно, фондовый рынок США уже обладает поразительной глубиной и ликвидностью для своих самых крупных акций, но остается фактом, что в некоторых случаях на срочных рынках присутствует еще большая гибкость исполнения, а введение торговли крупными пакетами может в дальнейшем расширить возможности для торговли крупными лотами фьючерсов между организациями. Как-никак, если бы не было необходимости в деривативах на отдельные ценные бумаги, почему же тогда уже существуют аналогичные процветающие рынки для фондовых свопов (Equity Swaps) и контрактов на разницу (Contracts For Difference, CFD)? Когда дело доходит до процесса ценообразования, начинается много разговоров вокруг того, как на самом деле удастся фондовому рынку США определять цены с такой точностью. Кроме того, фондовый рынок США, несмотря на то, что представляет собой некое объединение Нью-йоркской фондовой биржи (NYSE) и Системы автоматической котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASDAQ), на самом деле является солянкой из различных торговых платформ. Просто замечательно, что регулирующие органы не идут на поводу у всех общественных возмущений, сопровождающих аналогичные отзывы аналитиков в последние годы, а продолжают игнорировать самую большую несправедливость, которая работает на инвесторов: тот факт, что их ордера могут быть исполнены в электронной

коммуникационной сети (ECN) или в некой другой альтернативной торговой платформе вдалеке от беснующейся толпы фондовой биржи, вполне возможно не по такой выгодной цене, как где-то на рынке. На самом деле, никто не может в действительности сказать, какая же итоговая цена на акцию существовала в период сессии, поскольку торговля проходит в различных несопоставимых местах. Подобным образом, тот факт, что в большинстве торговых платформ для SSF любой трейдер может ввести ордер, который будет выставлен на рынке, в противоположность подобной ситуации на Нью-йоркской фондовой бирже (NYSE), где его ордер отдается на откуп монополистичному маркет-мейкеру (или специалисту), наводит на мысль, что для всего объема на фондовом рынке США может быть еще потребуется, по крайней мере, скажем немного точной настройки, чтобы искренне считать его в качестве демократичной рыночной площадки. SSF предлагают больше демократии и прозрачности, чем любая существующая торговая платформа для наличных инструментов.

Что касается маржинальных требований, то даже в США, где применяется маржа в 20% (по существу более чем вдвое выше среднеевропейского значения), это все еще считается благосклонным в сравнении с маржей фондового рынка США минимум в 50%. Подобным образом, когда подходит время взаиморасчетов, где наиболее передовые фондовые рынки изо всех сил борются за максимальное уменьшение T+n (где n- некоторое число), рынок SSF уже эффективно предлагает клиринг по фьючерсным транзакциям в реальном масштабе времени в тот же день (T+0) – хотя, конечно, поставка задерживается из-за конечной скорости процесса расчета на наличном рынке.

Конечно, ключевой проблемой для сторонников SSF

(которые по нашему мнению не были в достаточной мере подготовлены к этому на момент написания книги) остается тот факт, что как только наступает значительный откат (возможно, всего один день резкого падения), SSF будут нести основную тяжесть вины за обвал, так как реакционеры-сторонники правила повышения цены винят в этом влияние фьючерсов. Вот тот возможный случай, к которому биржи SSF должны подготовиться, и можно убедиться, что с их очень скудной структурой, они не в полной мере подготовлены, чтобы отбить атаку от того, чем является Уолл-Стрит, где многие были вскормлены на наличных акциях и остаются в довольно пренебрежительном отношении ко многим хорошо документированным преимуществам деривативных инструментов.

Равным образом, те, кто судит о фьючерсах, как об инструменте, который распространяет мгновенный успех на свои базовые продукты, не обратили внимание на многие ключевые аспекты в истории организованных рынков деривативов. Фьючерсы на облигации (первоначально основанные на рынке Правительственной национальной ипотечной ассоциации (GNMA)¹) испытывали застой на первых порах. Подобное происходило и с различными другими инструментами, которые впоследствии стали особенно успешными – такими как фьючерсы на свопы (Swap Futures), у которых было несколько воплощений за последнее десятилетие, а в самые последние годы сделаны важные достижения такие как свопвексель Лондонской

¹ Правительственная национальная ипотечная ассоциация (GNMA - Government National Mortgage Association), известная как «Джинни Мэй» ("Ginnie Mae") и являющаяся правительственным Агентством Министерства жилищного строительства, которое покупает закладные у организаций, а затем продает их в виде ценных бумаг, как облигации

международной биржи LIFFE (Swapnote - это фьючерс на условное долговое обязательство), который был усовершенствованием схожего, но менее успешного рынка облигаций LIBOR¹ (LIBOR Financed Bond). Возможно, в этом отношении SSF еще требуют точной подстройки, чтобы действительно сделать рывок вперед. В самом деле, например, рынок европейской сети Лондонской международной биржи (Europext LIFFE) может предпочесть больше контрактов с поставкой, особенно с учетом того, что потребности данного рынка на момент написания книги, как оказалось, направлены именно в эту сторону, хотя в момент запуска биржей LIFFE данного инструмента в январе 2001 года среди возможных конечных пользователей не было явных предпочтений.

Нас не убедили утверждения о том, что рынки США достигли совершенства в распределении риска, как это муссируется многими рыночными обозревателями. Если биржевые специалисты выполняют такую совершенную работу, почему же у нас на первом месте – электронные коммуникационные сети? Действительно, что происходит с большинством рынков, на которых существуют котируемые биржей ведущие деривативы – эти деривативы зачастую становятся ориентиром в ценообразовании (тот же отсталый способ, когда мы также применяем формулу Блэка-Шоулза (Black-Scholes), чтобы назначить цену опционам посредством повторного ввода параметров, которые уже учтены)! В США, несмотря на то, что там был крупный скандал, связанный с

¹ Ставка предложения продавца на Лондонском межбанковском рынке депозитов (LIBOR-London Inter Bank Offer Rate) – другими словами – минимальный оптовый ссудный процент среди банков в Лондоне. Значение LIBOR часто является ориентиром для многих международных ссудных процентов.

аналитиками в период 2002/2003 годов, мы никогда не уверены точно, где происходит наилучшее исполнение в любой отдельно взятый момент времени, а может ли кто-то быть уверенным в этом вопросе? Причиной может быть конкретная биржа или это свободно может быть какой-то сбой в электронных коммуникационных сетях. Собственно говоря, люди должны свободно осуществлять то, что они хотят, там, где они хотят. Тем не менее, любой SSF, благодаря своей гибкости для арбитража, создаст единственный отчетливый ценовой фокус так, как фьючерсы на казначейские обязательства (T-Bond) делают это для правительственных ценных бумаг США и т.д.

Однако, дискуссия о SSF не является дискуссией о процессе окончательного расчета. Правда, поскольку объем растет, европейская сеть Лондонской биржи (Euronext LIFFE) и испанская срочная биржа (MEFF) каждый день понемногу проталкивают вперед это обсуждение. С новыми действующими биржами США, все же потребуется цикл развития данного финансового продукта длительностью, вероятно, в 12 или 18 месяцев от запуска SSF в конце ноября (2002), чтобы увидеть вразумительный уровень объема, который можно считать контрольным для определения успешности рынка. Общие затраты на запуск такой обширной области нового инструмента несомненно являются тем аргументом, который заставил ведущих американских игроков SSF стать партнерами (LIFFE с NASDAQ, рынок OneChicago, объединяющий фьючерсные и опционные биржи Города ветров) и, следовательно, даровать себе небольшое перемещение риска своих собственных разработок.

Как ранее упоминалось, SSF известны с 17 века, когда они применялись на Амстердамской бирже в Голландии.

Затем они испытали длительный период пассивности, с когированием в Швеции, затем в Гонконге, Австралии и затем в Южной Африке (среди других), отмечая свой повторный запуск несколько лет назад. Как для самого старого и постоянного сторонника их нововведения в Европе и США, для Патрика Янга, соавтора этой книги, конечно было удовлетворением наблюдать, как Лондонская международная биржа LIFFE предпринимает в конце 2000 года реальную инициативу в отношении выпуска универсальных фьючерсов на акции.

Действительно, SSF столкнулись с некоторой очень жестокой конкуренцией в определенной сфере. Вероятно, особенно в Великобритании у этого рынка была сильная оппозиция со стороны компаний, принимающих ставки на рыночные курсы (spread-betting), предлагающих некую форму игры вместо реальной торговли, но ловко использующих Законы Великобритании об азартных играх, и со стороны контрактов на разницу (CFD) внебиржевого рынка для некой разновидности вечных фьючерсов на акции (см ниже), которые одинаково используются частными инвесторами и организациями. Поскольку и рыночные пари, и контракты на разницу являются функциями наличного рынка, некто может привести довод, что на момент написания книги существует превосходная ликвидность, например на Лондонском рынке в сравнении с биржей Euronext LIFFE, но всё же система взаиморасчетов по SSF в центральной расчетной палате является ключевым моментом в создании торгуемого на бирже инструмента, что намного безопаснее в терминах совокупного кредитного риска.

В сравнении с контрактами на разницу (CFD) и аналогичными финансовыми инструментами, в целом

положение SSF в качестве цены, которая учитывает в себе все, является гораздо более удобным для конечного пользователя для того, чтобы на это ориентироваться. В представлении о простой покупке или продаже некоего инструмента с начальной маржей и переоценкой по рынку/вариационной маржей заложено некоторое упрощение, в противоположность представлению, что по существу позиция во что-то вам обходится в течение каждого дня, который вы стремитесь ее удерживать. Это не просто бюрократия, это всеобъемлющая проблема эффективности капитальных вложений. Причина, по которой универсальные фьючерсы на акции стали переворотом в торговле ценными бумагами, состояла в том, что они в конце концов дали нам дешевый, простой и эффективный способ торговли международными ценными бумагами, которые до этого момента отсутствовали на рынке. Конечно, для бирж CFD трудно примириться с такой товаризованной торговлей, поскольку они уже производят гораздо большую долю от общего процесса торговли в сравнении с сущим пустяком, который получают такие биржи, как LIFFE и NQLX за обеспечение всего комплекса торгового бизнеса для своих финансовых продуктов.

Клиринг остается главной проблемой, которая выделяется при сравнении SSF с их внебиржевой братией. Когда вы имеете дело с агентством по CFD, вы работаете через маркет-мейкера, который запрашивает цену (отводя ему место в самом процессе – таким образом, добавляя его к своим скрытым затратам). Тот факт, что данный маркет-мейкер уже знает вашу позицию, когда вы захотите ее закрыть, является второстепенной, но все равно весьма важной проблемой – вот куда идут реальные затраты на обеспечение торговли. Правда, многие трейдеры CFD

возразят, что это несущественно, но с SSF проблема того, что кто-то вспомнит вашу позицию на огромных космополитических рынках, не возникает это просто невозможно. Вопрос, который следует задать самим себе «Будете ли вы спокойно спать ночью, если ваши деньги остались у второго участника сделки, к кому вы не обратитесь в случае финансового кризиса?»

Крушение корпорации Enron принесло разорение многим людям, например, морским перевозчикам, чьи страховки внезапно обесценились. Вопрос к брокерам CFD, которые используют сторонних маркет-мейкеров «Что происходит с вашими позициями, если этот маркет-мейкер прекращает работу?» Когда вы имеете дело с общепризнанной биржей – будь то OneChicago, MEFB или любая другая – ваши позиции и средства в полном смысле слова защищены в наиболее безопасной финансовой организации, известной человеку в расчетной палате (например, Лондонская расчетная палата (London Clearing House, LCH) для Лондонской международной биржи (LIFFE)). В мире, где такой титан, как Enron может обанкротиться, просто не существует компании, специализирующейся на контрактах CFD, с бухгалтерским балансом по таким операциям, который может соперничать с безопасностью Лондонской расчетной палатой.

В общем, просто нет оснований считать, что механизм распределения риска следует и дальше основывать на индивидуальных акциях, поскольку он может быть основан на индексах, отдельных биржевых товарах, рынках облигаций или энергоносителях. Конечно, некоторые отдельные многонациональные акции, возможно, уже больше, чем многие существующие рынки, на которых базируются фьючерсы на биржевые товары.

КОНКУРИРУЮЩИЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Вместе с SSF существует ряд конкурирующих и родственных финансовых инструментов, которые стоит рассмотреть.

Опционы

Первоначальный довод многих специалистов по торговле опционами состоял в том, что SSF могут быть искусственно созданы посредством комбинации опционов колл и пут. Это было весьма справедливым утверждением, и мы рассмотрим комбинационные сделки в разделе о торговле. Тем не менее, элементарный экономический подход в этой ситуации оказывается не в пользу конечного потребителя. При создании опционной позиции с двумя ветвями, спрэд покупка-продажа может быть больше, чем для одной опционной ветви, т.е. в конечном счете инвестор платит как правило больше, чем однократную брокерскую комиссию. Действительно, опционные спрэды в качестве сделки (двойной опцион) часто имеют меньшие спрэды покупки-продажи, чем два встречных опциона, оцененных индивидуально; но даже в этом случае они обычно больше, чем у фьючерсного контракта. Кроме того, для стратегий с применением нескольких ветвей часто существует уступка брокера на спрэд, но комиссия на отдельный фьючерс остается неизменно дешевле.

Варранты

Рынок варрантов предоставляет много возможностей для трейдеров, и вновь здесь возможно создание

искусственных фьючерсов на акции, хотя проблема двойной выплаты брокеру и расширенный спрэд покупки-продажи делают эту идею относительно невыгодной в сравнении с простой покупкой одного SSF

Контракты на разницу

Контракты на разницу представляют очень близкую конкурентоспособную угрозу для SSF, хотя они являются продуктом немного отличным от крайне товаризованных SSF, торгуемых на бирже

CFD – это внебиржевые (OTC) производные инструменты, которые стали популярными в Великобритании по двум основным причинам:

- они предлагают кредитное плечо в фондовых инвестициях (маржинальная торговля обыкновенными акциями является исключением в Великобритании);
- они предлагают возможность открывать короткие позиции, и этим процессом можно проще управлять, чем при короткой продаже акций.

CFD включают в себя ряд параметров. По существу инвесторы приобретают контракт или на покупку, или на продажу акций на период, который можно описать, как бесконечный, или как фьючерсную позицию с открытой датой. Вы можете указать дату окончательного расчета, хотя это является исключением. Очевидно, что свойство бесконечности CFD потенциально может быть весьма нелишним для долгосрочных держателей позиции, так как нет необходимости в переносе позиций, как в случае истечения срока фьючерсного контракта. Тем не менее, CFD

требуют, чтобы инвестор выполнял определенные платежи в период удержания позиций. Например, с момента открытия позиции покупателями CFD, они платят комиссию за кредитное плечо, примененное к их позициям. Следовательно, позиция в X долларов при проценте в Y% приведет к дневным расходам за содержание в размере Z долларов за каждый день удержания позиции. Вообще говоря, плата за предоставление кредита для длинных позиций составляет около 2,5-3% сверх ставки LIBOR на рынке Великобритании. Для коротких позиций, продавец CFD как правило получает процент приблизительно равный ставке LIBOR за вычетом 2,5-3%, опять же вычисляемый на ежедневной основе.

Аналогично, выплаты по дивидендам происходят не так, как в сделке с наличной акцией. Хотя дивиденды не выплачиваются держателям SSF, тем не менее они учитываются в цене на эти фьючерсы. Для длинных позиций по CFD, держатель контракта обычно получает около 80-90% дивидендов, в то время как обладатели коротких позиций по CFD должны выплатить полный размер дивидендов.

Поскольку CFD торгуются на внебиржевом рынке (OTC), а не через биржу, всегда остается важной проблема лучшей цены. Обычно маркет-мейкеры выставляют цену близко к уровням, преобладающим на фондовом рынке, хотя инвесторам следует быть осмотрительными, наблюдая за тем, что происходит и, несомненно, они могли бы иметь ограниченные средства воздействия на CFD-брокера, если они обнаруживают, что цена на их контракт находится не рядом с преобладающим рыночным уровнем. Контракты CFD обычно оформляются специалистом маркет-мейкера, хотя сама позиция управляется через брокера – это означает, что трейдерам недостает безопасности расчетной палаты.

Мы предполагаем, что для наиболее ликвидных, с наибольшими объемами торгов акций, SSF неизменно подтвердят наилучший возможный выбор для тех, кто ищет рычаги многих других преимуществ деривативной торговли. Когда вы упорно ищете позицию в ликвидных, но, возможно, не достигших своего абсолютного потолка, акциях, тогда контракты CFD представляют собой идеальный инструмент. Существует одна основная проблема, о которой стоит напомнить в связи с контрактом на разницу – введение SSF по существу увеличивает массив деривативов ценных бумаг. CFD останутся ключевой гранью торговли деривативами в предсказуемом будущем, но мы считаем, что они займут рыночную нишу в качестве связующих звеньев ниже высококлассных акций, которые будут все больше и больше обеспечиваться SSF.

Ликвидность и цены для SSF и для CFD по сути связаны с базовыми акциям. Однако, внутреннему маркет-мейкеру компании, специализирующейся по CFD, необходимо сделать надбавку к базовой цене, в то время как на наиболее организованных биржах все, что вам нужно заплатить, это впечатляюще узкие спреды купли-продажи, обычно сопровождающие SSF.

Аналогично, комиссии где-то около 0.25% от общей суммы связанных контрактов CFD стремятся быть значительно выше, чем товаризованные цены фьючерсных брокеров, которые назначают единую цену за обеспечение процесса торговли. Конечно, это делается до подсчета всех кропотливых (и потенциально дорогих) расходов на поддержание позиции по CFD. Одни дивиденды могут стоить 100 процентов затрат на короткую позицию по CFD, а держатель длинной позиции возможно получит только 80% такого платежа.

В общем, CFD предлагают ощутимую альтернативу SSF, хотя мы полагаем, что поскольку SSF набирают ликвидность, то рынок CFD сохранит свою популярность так как, конечно же, любая котируемая акция может стать основой контракта на разницу. Следовательно, вполне вероятно что бизнес CFD продолжит расширяться в качестве канала для трейдеров которые смотрят на бумаги не относящиеся к торгуемым на бирже акциям-лидерам. Тем не менее, опасностью для рынков SSF остается проблема вызванная высокой маржей в некоторых странах, в то время как рынки CFD стремятся к установлению стандартной начальной маржи около 10-20% для мелких инвесторов. Для крупных инвесторов, таких как хеджевые фонды, уровни маржи могут быть значительно ниже, со ставкой предположительно около нескольких процентов. Несомненно, это дает значительное конкурентное преимущество CFD.

Контракты на разницу постепенно появляются на многих европейских и некоторых азиатских рынках, хотя регулирующие органы США пока не позволили им стать доступными для инвесторов США.

Пари на биржевой курс

Пари на биржевой курс (spread-betting) – это еще одно нововведение Великобритании, которое так же, как и CFD постепенно предлагается в других странах (хотя и не в США). Пари на отдельные акции обычно основываются на квартальных контрактах по типу фьючерсных, хотя букмекеры предлагают еще и еженедельные варианты пари на акции. Кроме того, компании, специализирующиеся на подобных пари, стремятся создать рынки на ведущие

выпуски первоначальных предложений акций (IPO – initial public offering) до их официального когирования на фондовых рынках

Пари на биржевой курс обычно предоставляют больший спред покупки-продажи, чем на наличных или традиционных фьючерсных рынках, потому что именно на таких спредах букмекеры делают свою прибыль. Первоначальная маржа составляет около 10-20%. В тоже время, инвесторам необходимо понимать, что их позиции находятся в руках букмекера, а не расчетной палаты, которая предоставляет минимум риска по кредиту. Когда приходит время закрывать позицию, держатель позиции зависит от цены, формируемой букмекером, хотя она примерно должна соответствовать цене на акцию, иначе был бы возможен арбитраж. Тем не менее, спред покупки-продажи может быть причиной для беспокойства, хотя последние рекламные акции компаний, специализирующихся на данных пари, убеждают в обратном.

Фондовые свопы

Фондовые свопы (Equity swaps) очень похожи на валютные (currency) или процентные свопы (interest rate swaps). Они представляют собой договорные соглашения между двумя сторонами, предусматривающие периодический обмен денежными потоками в установленный период времени. В случае фондовых свопов, по крайней мере один из двух платежей привязан к доходности корзины акций, фондового индекса или даже одной акции. Обычный унифицированный или стандартный фондовый своп включает в себя согласие одной стороны выплатить другой стороне совокупный доход от фондового индекса вместо

совокупного дохода некоего другого актива, которым может быть, например, процентная ставка. Все платежи основаны на неизменной условной сумме и охватывают заранее определенный период времени. В общем, структура фондового свопа является весьма гибкой, и они часто оформляются со сроком погашения в диапазоне от нескольких месяцев до 10 лет. Свопы предоставляют полезное средство для обмена доходов по одному активу на доходы по другому без всяких проблем, связанных с транзакционными издержками, типичными для наличного рынка (это особенно важно для значительных фондовых свопов, где базисный фондовый рынок мог бы столкнуться с трудностями, поглощая крупные пакеты наличных акций). Следовательно, фондовые свопы являются весьма практичной формой размещения средств и инструментом для распределения активов. Свопы являются гибкими по своей сути, и платежные условия договора могут быть выражены в любой валюте, независимо от включенных в договор базисных акций/фондового индекса, а платежи могут обмениваться ежемесячно, ежеквартально, ежегодно или даже погашаться одним большим платежом в конце срока.

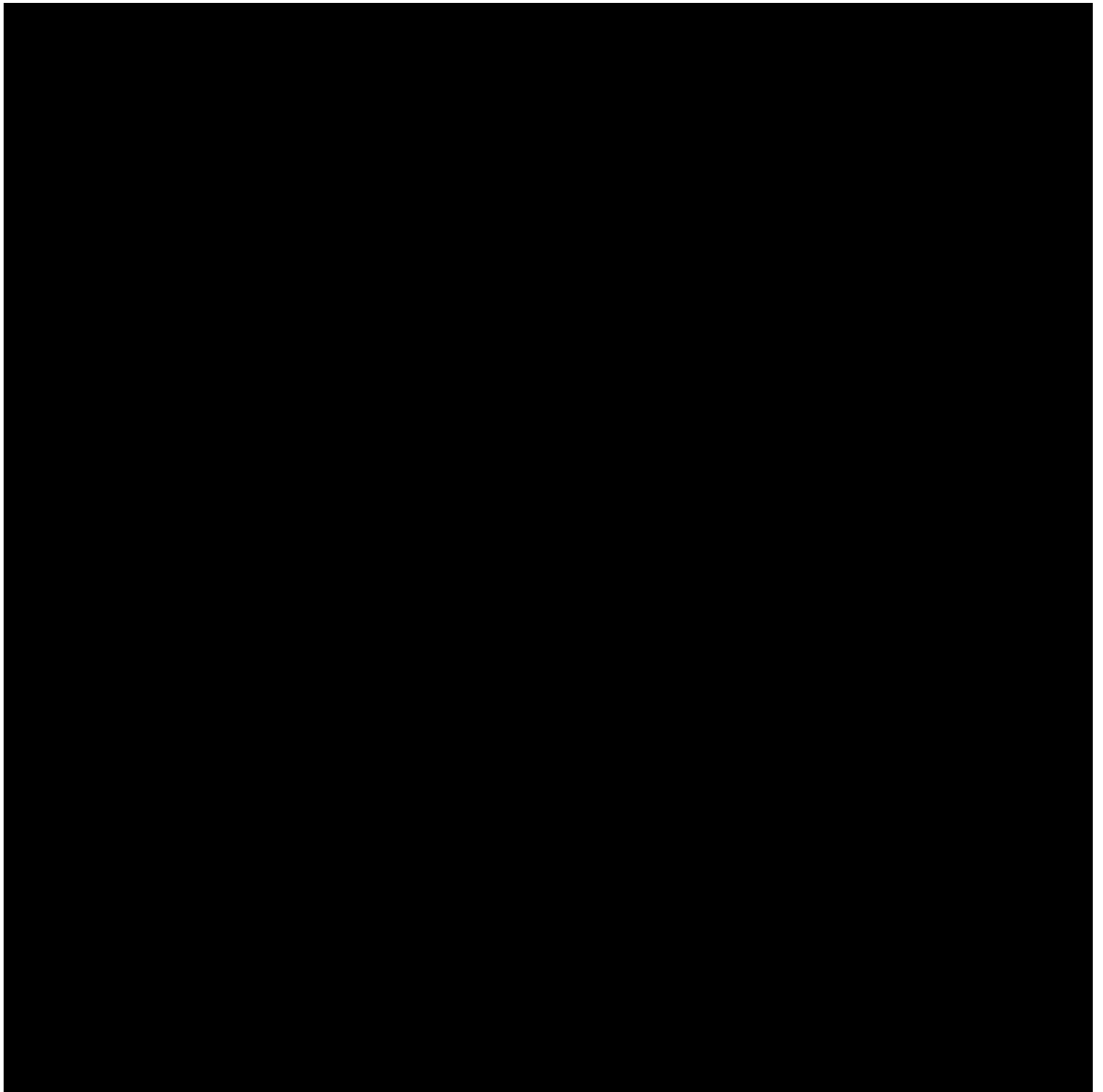
Существует бесконечное количество разновидностей на тему обычных унифицированных фондовых свопов, которые включают в себя следующие виды, но ничуть не ограничиваются ими:

- международные фондовые свопы, где доход по акциям привязан к международному фондовому индексу;
- свопы для хеджирования денежных оборотов, где своп подбирается так, чтобы исключить риск денежных операций;

- «колл»-свопы, где фондовая составляющая платежа не выплачивается до тех пор, пока фондовый индекс/корзина/отдельная акция не повышаются в цене. Если цена фондовой составляющей падает или не достигает ранее определенного контрольного значения прибыли, тогда никаких платежей в пользу стороны, получающей доход по акциям, проводиться не будет, вследствие защиты обеспеченной компонентой «колл».

Что касается именно SSF, то фондовый своп возможен там, где одна сторона платит фиксированную основную сумму по ставке LIBOR, выраженную в долларах, в то время, когда получает совокупный доход на отдельную акцию на квартальной основе (например, Microsoft). Преимущества свопов включают отсутствие транзакционных издержек, отсутствие подоходного налога на дивиденды и др., отсутствие ошибок сопровождения или проблемы базисного риска, что касается реальной попытки купить наличные акции.

В целом же, каждый продукт имеет свои собственные достоинства, и время, в конечном счете, покажет, что CFD, например, имеет весьма хорошую нишу, хотя концентрированная товарная ликвидность у более экономичных универсальных фьючерсов на акции (USF) означает, что они в, конечном счете, станут более значимым классом активов для конечных инвесторов. Наверняка, ниша CFD испытает невероятный рост в течение многих лет, чтобы распространиться по всему миру. Рынок фьючерсов на акции, в действительности, находится еще в подростковом возрасте, но вместе с ростом экономики США он будет набирать обороты и достигнет значительного роста.



Глава 3. Торговля фьючерсами на отдельные акции

Возможности торговли фьючерсами на отдельные акции заслуживают внимания. Естественно, простейшая сделка представляет собой просто покупку или продажу контрактов SSF. И вновь опытные трейдеры, которые сочтут чтение таких элементарных сведений совсем скучными для себя, могут пропустить пару страниц...

Для инвесторов, которые хотят использовать стратегии, являющиеся большим, чем просто одномерной привязкой к существующим акциям, SSF предоставляют простые способы торговли по многим рыночным движениям, и мы обратимся к некоторым таким стратегиям позже в этой главе.

ЭЛЕКТРОННЫЕ ФЬЮЧЕРСЫ – НОВЫЙ ОБРАЗЕЦ ДЛЯ США

Особенно для трейдеров в США, SSF предоставляют уникальное новое измерение для торговли, а именно – электронный рынок. Несмотря на то, что срочные рынки в США традиционно включают в себя посредника в зале биржи для исполнения ордера, сейчас, где бы ни находились трейдеры, они могут подключиться и посмотреть, как их ордера вывешиваются на экране, отсортированные в порядке Время-Цена. Эта система записи ордеров FIFO (первый вошел – первый вышел) позволяет трейдерам иметь возможность торговать один с другим и успешно помогает поддерживать спред цены покупки-продажи на самом маленьком уровне. Она предоставляет ценную возможность любому трейдеру входить в рынок при тех же условиях, что и все остальные. Аналогично, та цена, которую вы видите на экране является, по крайней мере, ценой, по которой заключается сделка в данный момент, тогда как торговец с лучшими данными нередко частично спрятан именно за ценами в зале биржи. В этом отношении открытость доступа почти ко всем SSF в мире делает их занятной группой инструментов. Совместно с открытостью доступа к опционным рынкам, таким как Международная биржа ценных бумаг (ISE) и Бостонская биржа опционов (BOE), а также с перспективой прямого, более демократичного электронного доступа на рынки США, в особенности, все это никогда не выглядело более блестяще. В сравнении с архаичной системой специалистов на Нью-йоркской фондовой бирже (NYSE), возможность электронной торговли напрямую на рынке для SSF (NASDAQ LIFFE) является наиболее интересной.

ПРЕДОСТЕРЕЖЕНИЕ: КОГДА ТОРГОВЫЙ ДЕНЬ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ПОДХОДЯЩИМ

Прежде, чем трейдеры войдут на рынок, им необходимо знать, когда в международном мире SSG торгуется каждая акция. Если основной наличный рынок закрыт, то соответствующие деривативы на отдельные ценные бумаги (фьючерсы или опционы) не будут выставляться на торги ни на одной бирже, даже если она работает. Это означает, например, что хотя – европейская сеть Лондонской международной биржи (Euronext LIFFE) и открыта 24 и 31 декабря, различные универсальные фьючерсы на акции (USF) не торгуются. Таблицы 3.1 и 3.2 показывают, какие рынки были открыты для USF Лондонской международной биржи LIFFE (мы используем LIFFE, так как она остается самым широким международным рынком из всех, для

Таблица 3.1. Торговые часы для контрактов на USF

Вторник, 24 декабря 2002 года

Страна происхождения	Фьючерс / Опцион	Открытие (час)	Предварительное закрытие	Закрытие (час)
Дания	Ф	Закрыто	Закрыто	Закрыто
Финляндия	Ф	Закрыто	Закрыто	Закрыто
Франция	Ф	08:00	12:28	12:30
Германия	Ф	Закрыто	Закрыто	Закрыто
Ирландия	Ф	Закрыто	Закрыто	Закрыто
Италия	Ф	Закрыто	Закрыто	Закрыто
Нидерланды	Ф	08:00	12:28	12:30
Норвегия	Ф	Закрыто	Закрыто	Закрыто
Испания	Ф	Закрыто	Закрыто	Закрыто
Швеция	Ф	Закрыто	Закрыто	Закрыто
Швейцария	Ф	Закрыто	Закрыто	Закрыто
Великобритания	Ф	08:00	12:28	12:30
США	Ф	08:00	12:28	12:30

SSF – в действительности, большинство рынков SSF на самом деле внутренние, даже в США) В оба эти дня биржа Euronext LIFFE открыта с 08 00 до 12.30, следовательно, закрывается раньше, чем обычно на некоторых рынках.

Более того, трейдерам необходимо пристально следить, когда их SSF будут торговаться. Хотя народные праздники по всей Европе приблизительно согласованы (например церковные – Рождество, Пасха) или политические (например, 1 Мая), существуют многочисленные местные праздники, в результате которых трейдеры могут ожидать активности по отдельным акциям в определенный день, когда в действительности, из-за местных праздников, данные рынки закрыты для торговли соответствующими деривативами.

Таблица 3.2. Торговые часы для контрактов на USF

Вторник, 31 декабря 2002 года

Страна происхождения	Фьючерс/ Опцион	Открытие (час)	Предварительное закрытие	Закрытие (час)
Дания	Ф	Закрыто	Закрыто	Закрыто
Финляндия	Ф	Закрыто	Закрыто	Закрыто
Франция	Ф	08:00	12:28	12:30
Германия	Ф	Закрыто	Закрыто	Закрыто
Ирландия	Ф	08.00	12 28	12:30
Италия	Ф	Закрыто	Закрыто	Закрыто
Нидерланды	Ф	08:00	12:28	12:30
Норвегия	Ф	Закрыто	Закрыто	Закрыто
Испания	Ф	Закрыто	Закрыто	Закрыто
Швеция	Ф	Закрыто	Закрыто	Закрыто
Швейцария	Ф	Закрыто	Закрыто	Закрыто
Великобритания	Ф	08:00	12:28	12:30
США	Ф	08:00	12:28	12:30

Теперь давайте начнем рассматривать простые стратегии и постепенно продвигаться к более сложным построениям по ходу этой главы. В одном можно быть совершенно уверенным, что этот список никогда не будет исчерпывающим. Так как рынок SSF растет, то все более и более увлекательные применения этого инструмента будут реализовываться, и, в действительности, пока мы пишем, остается очень высокая вероятность того, что некоторые уникальные стратегии, использующие смесь многих инструментов (включающие, но не ограниченные только этим, фьючерсы и опционы на отдельные акции, индексные инструменты и взаимные фонды, торгуемые на бирже) уже применяются наиболее продвинутыми трейдерами на этом рынке.

Еще одно предупреждение применительно к этой главе – наиболее продвинутые трейдеры могут предпочесть пропустить очень простой материал в начале этой главы.

ИЗВЛЕЧЕНИЕ ПРИБЫЛИ ИЗ РОСТА ЦЕН НА АКЦИЮ

Понятно, что некто может просто купить акцию и ждать, пока она вырастет в цене. Тем не менее, особенно на коротких промежутках времени, эффективность наличного капитала будет выше при применении маржи и использовании SSF для достижения той же позиции. Правда, никаких дивидендов не выплачивается держателям SSF, но это уже учтено в цене на SSF. Кроме того, инвесторы Великобритании извлекают выгоду из отсутствия гербового сбора на SSF. Еще одно преимущество состоит в том, что фьючерсные контракты оказываются дешевле на практике, поскольку спред цен

покупки-продажи и комиссионные чаще бывают уже и ниже, соответственно.

Возьмем такую акцию, как Microsoft (постоянно является наиболее торгуемой акцией в первые недели торговли на американских рынках SSF). Давайте мысленно сформируем исполнение простой длинной позиции.

6 декабря цена на акции Microsoft составляла 55.55 и февральский фьючерс торговался по 55.61. К 17 января акции достигают цены в 57.25, а февральские фьючерсы – 57.28.

Очевидно, что в этом примере мы видим, что и цена на лежащую в основе акцию, и цена самих фьючерсов поднялась. Конечно, прирост в целом оказался примерно одним и тем же:

Акция $57.25 - 55.55 = 170$

Фьючерсы $57.28 - 55.61 = 167$

Поскольку премия на фьючерсы слегка уменьшилась за это время, то наличная акция дала немного больший прирост в 170 пунктов, по сравнению с 167 пунктами для фьючерсов. Тем не менее, в цифрах итоговой прибыли с учетом затрат, версия будет совсем другой.

Покупка акций по полной цене обойдется в \$5,555 за 100 акций. Один контракт SSF на 100 акций при 20% начальной марже будет стоить \$1,112.2 депозита.

Следовательно, итоговая прибыль относительно общей суммы инвестирования гораздо выше для SSF, благодаря эффекту маржи даже в США, где маржа гораздо выше по сравнению с большинством остальных рынков SSF.

В целом, наличная позиция приносит \$170, в то время, как фьючерсная позиция, из-за слегка уменьшившейся премии, только \$167. С другой стороны, относительно

стоимости покупки в \$5,555 прибыль составляет 3.06%. Тем не менее, даже с маржей, принятой в США, отношение прибыли к начальной марже гораздо выше – 15%

ИЗВЛЕЧЕНИЕ ПРИБЫЛИ ИЗ ПАДЕНИЯ ЦЕНЫ НА АКЦИЮ

Конечно, ключевым преимуществом применения SSF является их способность позволять трейдерам легко открывать короткие позиции. Более того, правило повешения цены, введенное в действие на наличных рынках, не применяется при продаже SSF. Короткая продажа наличных акций часто может быть организационно сложной процедурой с дополнительными затратами и бюрократизмом для трейдеров (полагаем, что они даже могут сделать короткие продажи акций затруднительным процессом для мелких инвесторов), но с SSF таких проблем нет.

В другом случае инвестор предполагает, что цена на акции Microsoft упадет. Рыночная цена наличной акции равна 55.55, а февральских фьючерсов – 55.61. К 17 января, в этом гипотетическом примере, акция упала до 54.00, а февральские фьючерсы упали до 54.03:

Акция	$55.55 - 54.00 = 155$
Фьючерсы	$55.61 - 54.03 = 158$

В этом случае, обратите внимание, что акция упала немного меньше, чем фьючерс, так как фьючерсная премия опять уменьшилась как раз на 3 пункта. Таким образом, мы имеем вдвойне выигрышную ситуацию, большую прибыль (\$158 против \$155) для фьючерсов, чем для наличных акций, и гораздо большая процентная прибыль, благодаря кредитному рычагу. Действительно, наличная позиция дает чистый доход (полагая 50% маржу при короткой продаже акций – \$2,777.50) в 5.58% , в

то время как фьючерсы с 20% маржей (опять \$1112.2) приносит процентную прибыль в 14.2%.

Помните, ни одна сторона не получает возможность использовать денежные средства от проданной позиции на наличных рынках или рынках SSF, и эта маржа является дополнительной платой к марже, удерживаемой расчетной палатой или брокером в случае с наличными акциями.

ПРЕДОСТЕРЕЖЕНИЕ

Итак, все это верно и хорошо выглядит на гипотетических примерах, когда они работают на вас, но именно сейчас требуется здравое предостережение для всех трейдеров, стремящихся к SSF.

В первом примере мы только осветили насколько эффективными могут быть SSF даже с относительно высокой в США маржей в 20%. Это абсолютно верно, когда рынок идет в вашу сторону, но всегда, всегда, всегда помните, что кредитный рычаг (gearing) – это улица с двусторонним движением, и если вы однажды позволите ей быть лучше вас, она сможет выбить вас быстрее, чем вы сможете произнести LTCM¹.

Самая жизненно важная вещь, которую необходимо знать в торговле фьючерсами – это то, что вы собираетесь

¹ LTCM – название хеджевого фонда (Long-Term Credit Management – Долгосрочное управление кредитом) – в нем были различные лауреаты Нобелевской премии, которые создали в высшей степени совершенные алгоритмы для торговли на финансовых рынках. Увы, реальный мир менее совершенен, чем они себе представляли, и результирующий крах этого фонда вызвал волнения в Нью-Йоркском и мировом финансовом сообществе.

ошибаться и более, чем вероятно, ошибаться вы будете чаще, чем оказываться правым. В случае с фьючерсами, вы не будете внезапно переходить от краткосрочных спекуляций к долгосрочным с большой легкостью. Точнее, вам необходимо выработать привычку хороших трейдеров и держать в уме, что вы должны входить в сделку с очень четким представлением, где лежит ваша точка выхода из позиции, если рынок пойдет против вас. Используйте стоп-ордера в каждой возможной ситуации, ибо без них вы несомненно погибнете на погребальном костре из сжигаемых фьючерсных трейдеров, которых становится все больше с каждым днем, так как по-видимому бесконечный поток трейдеров пренебрегает рисками и обращает внимание только на возможный благоприятный исход. Мы бы предложили не заострять внимание на возможной прибыли, но сосредоточиться на избежании потерь, а там, где вы вынуждены все-таки нести убытки, максимально их уменьшить. Никогда не позволяйте своим убыткам превышать уровень, который вы установили первоначально, и всегда прагматично устанавливайте этот уровень (например, сразу под значительным уровнем поддержки на графике для длинной позиции). Так или иначе, вы несомненно все уже знаете о стопах и используете их для гарантии своей финансовой безопасности, но мы не могли не предупредить вас об этом, хотя бы вы тысячи раз слышали это прежде... абсолютно необходимо следовать этому жизненно важному процессу!

ТОРГОВЛЯ «ПАРАМИ» (ОТНОСИТЕЛЬНОЙ ЦЕНОЙ)

Как мы упоминали ранее, обычно короткая продажа акций затруднена и мешает многим инвесторам применять

один из широко распространенных профессиональных инструментов: торговлю парами. Тем не менее, даже институциональные инвесторы смогут увидеть, что торговля парами с SSF является более эффективным способом использования капитала и менее бюрократическим средством для открытия и управления короткой частью позиции.

Торговля парами просто включает в себя наличие довольно скептической точки зрения на направление движения рынка, если бы не уверенность в особом соотношении цен на акции двух различных компаний, в том, что они собираются расходиться или сближаться. С фьючерсами на акции проблема заимствования акций или наличие задолженности по дивидендам, в случае короткой позиции по наличным акциям, существенным образом уменьшается. Все, что вам необходимо для поддержания позиции по SSF, так это маржинальные платежи, и в действительности маржа уменьшается из-за относительно меньшего риска спредовой позиции, какой является торговля парами.

Конечно, торговля парами является, кроме того, основой первоначальной концепции хеджевых фондов о защите каждой длинной позиции с помощью короткой позиции (известной, как «защита» – "hedge"). Торговля парами может быть предпринята по многим причинам, например, в одной компании ожидается выплата более высоких дивидендов, чем в другой из-за возможных различий в тактике руководства, или из-за относительной силы/слабости технической базы (или по результатам технического анализа графиков или иного аналитического метода).

Обычно торговля парами применяется на двух акциях из схожих секторов. Если парная сделка по SSF заключается

на одной бирже, то обычно присутствует значительное уменьшение маржи, так как парные сделки подвергаются меньшему совокупному риску. Кроме того, имейте в виду, что на разных биржах (таких как Euronext LIFFE) компьютерные технологии позволяют совершать парные сделки в качестве стандартной операции, когда пара входящих в нее сделок исполняется одновременно, уменьшая таким образом для трейдера риски исполнения (например, проскальзывание).

В 2001 году нефтяной сектор был особенно неустойчивым. В течение многих недель и акции компании BP (British Petroleum), и акции компании Shell торговались приблизительно по одной цене. 30 июля декабрьские фьючерсы компании Shell можно было продать по 594 пенса, в то время, как фьючерсы компании BP можно было купить по 584 пенса. Другими словами, BP была на 10 пенсов дешевле, чем Shell (т.е. уровень спреда составлял -10), и мы предполагали, что BP превысит по цене Shell до истечения срока декабрьских фьючерсов. Универсальные фьючерсы на акции LIFFE были идеальным инструментом в этом случае.

Всплеск цен на нефть в середине сентября из-за событий 11 сентября, добавленный к уже нестабильному рынку, дал слишком подвижный спред и, в действительности, 21 сентября он был уже шириной в 85 пунктов в течение какого-то времени. Заметьте, что это +85 пунктов, разница примерно в 95 пунктов от цены, где мы открыли позицию. Конечно, такое успешное закрытие сделки часто происходит только на исторических данных... Тем не менее, прибыльные уровни для такой позиции редко являются проблемой. Большую часть октября 2001 года разница находилась в районе 50 пунктов, что означало 60 гарантированных пунктов прибыли на эту сделку, обусловленных тем, что первоначально мы купили BP дешевле, чем продали Shell, а в

октябре мы могли бы закрыть короткую позицию по Shell по гораздо меньшей цене, чем длинную позицию по BP.

Обратите внимание, что в течение того периода владельцы обеих акций уже не получали промежуточных дивидендов, выплачиваемых 15 августа. При общем размере в 65 пенсов для Shell и 43 пенса для BP, разница в их цене была небольшой. Так как на фьючерсы на отдельные акции (как и на опционы на акции) цена устанавливалась с учетом выплаты дивидендов, то на рынке SSF право на реальные дивиденды не переходило от владельца к владельцу, в дальнейшем упрощая эту проблему для трейдеров, практикующих спрэдовые или прямые (outright) сделки.

По существу, если вы удачно совершаете парные сделки, тогда вы можете получать значительную прибыль, а если вы ошибаетесь, то удержание двух позиций в сделке должно помочь уменьшить ваши убытки по сравнению с ошибкой в прямой позиции.

ОТНОСИТЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РЫНКА

Повторимся еще раз – гибкий характер SSF и индексные фьючерсы, несомненно, предоставляют нам многообразие торговли одним (или конечно же многочисленными SSF) относительно обширного рыночного индекса или ограниченного индекса на некий сектор рынка.

ТОРГОВЛЯ С ОПТИМАЛЬНЫМ НАЛОГООБЛОЖЕНИЕМ

Существует множество способов использования деривативов в поисках оптимального налогообложения, так

как зачастую правила взимания налогов отличаются между различными юрисдикциями, и даже в пределах одной юрисдикции они могут отличаться для разных типов инструментов. Правила взимания налогов с прибыли в виде процентов и дивидендов (income) и с доходов капитала (capital gains) обычно различны, так же как и взимание налогов с инвесторов-резидентов и нерезидентов. В этом разделе мы стремимся показать некоторые центральные основные принципы. Мы не собираемся предоставлять подробные советы, касающиеся налогообложения, поэтому читателям не стоит полагать, что после прочтения данного раздела они будут вооружены знаниями о деталях их системы налогообложения! Приняв во внимание, что эта книга распространяется во многие страны на нескольких континентах, мы отказываемся нести ответственность за индивидуальные налоговые политики множества различных государств. Тем не менее, некоторые главные принципы можно разглядеть из нескольких примеров:

Налоги на дивиденды

Часто является фактом, что для инвесторов-нерезидентов налоги на дивиденды устанавливаются выше. Конечно, в случае с SSF никаких дивидендов не выплачивается. Точнее, дивиденды учтены в цене на фьючерс. Это приводит к интересной ситуации, когда для резидентов и нерезидентов устанавливается различный режим налогообложения, что приводит к двум различным группам инвесторов, вменяющих различные значения обоснованной стоимости на срочном рынке:

- Инвесторы-резиденты, (кто получает более высокие чистые дивиденды) будут приписывать меньшую обоснованную цену на фьючерсы;

- Инвесторы-нерезиденты, (кто получает более низкие чистые дивиденды) будут приписывать большую обоснованную цену на фьючерсы

Интересно, что фактическая рыночная цена на SSF часто может быть где-то посередине этих двух цен, предоставляя обеим группам держателей акций возможность получить арбитражную (т.е. безрисковую) прибыль с их базовых длинных позиций. Инвесторы-резиденты, кто владеет акциями и получает дивиденды при меньшей ставке налога, имеют благоприятную возможность продавать фьючерсы по той цене, которая является для них искусственно завышенной. Между тем, иностранные инвесторы, удерживающие акции и выплачивающие налог по более высокой ставке, а, следовательно, получающие меньшие чистые дивиденды, могут покупать фьючерсы в ожидании, что рынок на самом деле недооценен относительно ситуации с их дивидендами.

Рассмотрим следующий пример. Во Франции, инвесторы-резиденты вместе с дивидендами получают и 15% налоговую скидку. Инвесторы-нерезиденты не получают такой скидки. Компания BNP Paribas объявила выплату дивидендов в размере 2.20 евро на акцию. Следовательно, с учетом 15% налоговой скидки, инвесторы-резиденты получают ~2.53, в то время как заграничные инвесторы – только ~2.20. Рыночная цена базовой акции в настоящий момент составляет:

Акция BNP Paribas Bid 80.00 Offer 80.02

В связи с этим, для французского инвестора обоснованная цена за акцию BNP составляет порядка ~78.27 евро (т.е., $80.01 + 0.79$ издержки на выплату процентов -2.53 дивиденды). В то время как для инвестора не француза она

выше и составляет порядка ~78.60 евро (80.01 + 0.79 издержки на выплату процентов – 2.20 дивиденды). Таким образом итоговые значения для обоснованной стоимости выглядят следующим образом:

Инвесторы-резиденты	78.27
Иностранные инвесторы	78.60

Тем не менее, рыночная цена фьючерса лежит между этими двумя значениями:

Фьючерс на BNP Paribas	Bid 78.40	Offer 78.44
------------------------	-----------	-------------

Следовательно, каждая группа инвесторов (резиденты и иностранцы) может увеличить свою прибыль, используя SSF. Зарубежный инвестор может продать акции BNP Paribas и купить фьючерсы на BNP Paribas. Кроме того, деньги, вырученные от продажи акций, могут быть положены на депозит для получения процентов. После выплаты дивидендов, цены стали такими:

	Bid	Offer
Акции BNP Paribas	82.00	82.02
Фьючерсы BNP Paribas	82.32	82.36

В этом примере акции все же выросли в цене за тот период, несмотря на то, что выплачивались дивиденды. Для инвесторов-нерезидентов прибыль составила бы ~1.98 на акцию плюс дивиденд в размере 2.20 (т.е., доход в 5.2% от первоначальной стоимости акции). Прибыль от фьючерсной стратегии, которая не приносит дивидендов, составила бы 3.88 на акцию, что при сложении с прибылью в виде процентов (равной 0.47 центов на акцию) принесли бы 5.5% дохода от первоначальной стоимости акции. Затем, направление позиции по акциям может быть изменено с короткой на длинную с целью сохранения длительной

инвестиционной позиции, хотя удержание длинной фьючерсной позиции уже означает содержание любых прибылей с акций BNP Paribas.

Кроме того, инвесторы-резиденты могут извлечь прибыль по этому сценарию, продав фьючерсы по относительно высокой цене 78.40 и в то же время купив акции. Конечно, это определяет безрисковую позицию относительно цен на акции BNP Paribas. После выплаты дивидендов держатели акций могли бы получить доход в 1.98 плюс дивиденды в 2.53 на акцию. Фьючерсная позиция принесла бы убыток размером в 3.96, что в итоге принесло бы прибыль в 0.55 на акцию. Конечно, издержки на выплату процентов составили бы 0.47, но опять-таки безрисковая прибыль в 0.08 на акцию была бы желанным стимулом для многих инвестиционных портфелей!

Конечно, в эти примеры не включено комиссионное вознаграждение, поэтому общий итог был бы меньше. Но, тем не менее, суть вопроса остается обоснованной: и инвесторы-резиденты, и нерезиденты часто могут извлекать прибыль из различия в налогообложении дивидендов.

Некоторые аспекты доходов против курсового прироста капитала

У различных типов инвестиционных фондов и частных инвесторов будут различные способы максимизации своих доходов, так как режим их налогообложения может ориентироваться либо на налог с увеличения рыночной стоимости капитала, либо на налог с прибыли в виде процентов и дивидендов. Еще раз повторю, что это весьма сложный вопрос и для вашей конкретной ситуации и юрисдикции следует искать профессиональный совет финансиста. Тем не менее, для того,

чтобы продемонстрировать некоторые ключевые принципы, далее мы рассмотрим несколько теоретических примеров в этом разделе. В целом, следует напомнить один ключевой момент: SSF могут позволить инвесторам перемещать баланс их портфелей между прибылью в виде процентов и дивидендов и доходами с капитала, в то же время расширяя набор инструментов, к которым инвестор может обратиться за помощью.

Как ранее упоминалось, на фьючерсные контракты дивиденды не выплачиваются. Следовательно, инвестирование в фьючерсы может применяться в качестве альтернативы инвестированию в высокодоходные акции. Удерживая на депозите наличные средства, эквивалентные по стоимости базовым акциям, которые можно было бы купить, вы можете получить тот же совокупный доход, который был бы в случае с базисными акциями. Другими словами, вы не зависите от данной позиции. Если вы держите в наличных средствах не весь депозит, тогда ваша позиция приносит меньший доход в виде процента, но что более важно, она более подвержена колебаниям цены базисного актива.

Например, давайте рассмотрим простую операцию по исключению дивидендов (dividend switch play). Будем считать, что компания AstraZeneca должна выплатить дивиденды в размере 35 пенсов на акцию. Возможно, заменяя позицию по базовым акциям на фьючерсы, мы уменьшаем прибыль, полученную от инвестирования в виде дивидендов, но без всякого ущерба для совокупного дохода по нашему инвестированию или независимо от изменения цены на акции.

	Bid	Offer
Акция	3200 пенсов	3205 пенсов
Фьючерс	3202 пенсов	3212 пенсов

Акции продавались по 3200 пенсов и средства, вырученные от их продажи, были размещены на депозите для получения процентов. Эквивалентное количество SSF было приобретено по 3212 пенсов.

После того, как акции стали торговаться без права на дивиденды, цены стали следующими:

	Bid	Offer
Акция	3150 пенсов	3155 пенсов
Фьючерс	3185 пенсов	3195 пенсов

Итак, за данный период позиция в акциях вылилась бы в убыток на капитал в 55 пенсов, с прибылью в виде дивидендов в 35 пенсов и итоговым убытком в 20 пенсов. Позиция по фьючерсам принесла бы убыток на капитал в 27 пенсов (т.е. 3212 пенсов – 3185 пенсов) и доход в виде процентов в 7 пенсов, т.е. вновь итоговый убыток в 20 пенсов на акцию. Таким образом, применение здесь фьючерсов уменьшило сумму дохода, начисленную на капитал в виде процентов и дивидендов, без всякого изменения общего дохода (комиссионные приняты одинаковыми).

Следовательно, прибыль по портфелю в виде процентов и дивидендов может быть уменьшена посредством замены позиций по акциям на позиции по фьючерсам перед датой исключения дивиденда, с последующим возвратом после этой даты к позициям по акциям. Совокупный доход по инвестированию остается неизменным, но исключена прибыль от дивидендов при минимальной прибыли от процентных ставок. Позиция все время защищена от колебаний цен на акцию.

Увеличение дохода портфеля в виде процентов и дивидендов

Естественно, аналогичный подход можно также применять для увеличения дохода портфеля в виде процентов и дивидендов (например, для инвесторов, которые хотят уменьшить прибыль в виде увеличения рыночной стоимости капитала). Вместо того, чтобы покупать акции, по которым не выплачиваются дивиденды, размещение средств на депозите и покупка фьючерсных контрактов сформируют прибыль в виде процентов и, следовательно, соразмерно меньшую прибыль в виде увеличения капитала. Тем не менее, совокупный доход будет таким же, как и при портфеле в виде акций, так как SSF обеспечивают защиту от изменения цен на акции.

Например, компания Intel не выплачивает дивидендов. Разумное применение фьючерсных контрактов может принести некоторую прибыль в виде процентов, оставляя при этом совокупный доход равным доходу по портфелю этих акций.

Акции	18.87
Фьючерсы	18.80

Давайте сравним стратегию покупки акций на срок в три месяца с идеей купить трехмесячный фьючерс и разместить средства на депозите. Через три месяца мы сможем или избавиться от SSF или принять его к окончательному зачету, если это контракт с зачетом (контракт с поставкой обязал бы нас купить базовые акции, что, возможно, мы и хотели бы сделать в конечном счете, но напомним не для этого примера, что некоторые биржи торгуют контрактами с физической поставкой, а некоторые – контрактами с зачётом).

Через три месяца акции все еще стоили 18.87, создавая нулевой прибыль/убыток. Если бы текущая цена отличалась, это привело бы к итоговой прибыли/убытку. Фьючерсы уменьшили премию, так как приблизился срок истечения, и, следовательно, торгуясь по 18.85, они фактически приносят нам чистый доход в \$5 на контракт в 100 акций. Таким образом, средства на покупку акций приблизительно соответствуют \$1,880. Приняв максимальную маржу равную 20%, наша маржа составила бы \$386, оставляя нам $\$1,880 - \$386 = \$1,504$ на инвестирование.

Итак, предположим, что мы инвестировали данную сумму даже под низкую годовую ставку ровно в 2%. Доход по этой операции через три месяца составит 7.52 или 0.5% на акцию – совсем не лишней в период очень низких процентных ставок! Следовательно, используя фьючерсы, мы получаем тот же доход, что и от инвестирования в базовые акции (в данном случае даже немного лучший доход, благодаря изменению премии!), но с добавлением в портфель составляющей прибыли в виде процента.

Налог на увеличение рыночной стоимости капитала – пример Великобритании

Что касается специфики рынка Соединенного Королевства, то многие инвесторы стремятся зарегистрировать свои прибыли или убытки в конкретном финансовом году, и в этом отношении SSF можно использовать для исключения налогового учета акции, даже если инвесторы вынуждены продать ее в конце одного налогового года, перед обратной покупкой ее в начале нового налогового года. В Великобритании налоговые задолженности вычисляются ежегодно: в конце налогового года, который длится до 5 апреля. Частники добровольно

устанавливают годовой размер прироста рыночного капитала и им разрешается свести в итоговую позицию убытки и прибыли. Однажды процесс продажи накануне вечером и покупки на следующий день (по существу, это разновидность репо на акции) стал общепринятым в конце налогового года и стал известным как «ночлег и завтрак» (в честь английской системы пансионатов, которые не являются гостиницами). Тем не менее, в настоящее время, если инвесторы реинвестируют средства в ту же акцию в течение 30-ти дней с момента ее первоначальной продажи, то к ним применяются штрафы с целью помешать осуществлению транзакций типа «ночлег и завтрак». Однако, в этой связи SSF являются весьма полезным инструментом, так как они позволяют инвестору продать свою акцию с одновременной покупкой SSF для избежания штрафа. В Соединенном Королевстве, технический комплекс на Лондонской международной бирже LIFFE позволяет выполнять подобные сделки одновременно, что делает такие транзакции более эффективными. В конце 30-тидневного срока инвестор в Великобритании сможет продать позицию по SSF и вновь купить акцию, чтобы вернуться к первоначальной позиции. Обратите внимание, что эта форма транзакций может быть эффективной по двум причинам:

- Для выделения прибыли (как правило, для определения размера налога на ежегодный прирост капитала);
- Для фиксации убытка и, следовательно, компенсации налога на ежегодный прирост капитала, возникающего еще где-нибудь.

Вероятно, неизменной для многих фондовых портфелей британских инвесторов за последнее десятилетие была компания British Telecom. Увы, в результате падения

интереса к телекоммуникациям в конце бума интернетовских технологий в 2000 году, ее перспектива была слегка затуманена, и акции демонстрировали поразительную способность падать, можно добавить, что вместе с множеством других акций телекоммуникационных компаний.

Тем временем, налоговые органы создали правила, чтобы постараться препятствовать инвесторам в радости практического применения технологии «ночлега и завтрака» чтобы фиксировать или прибыль, или убытки в определенном финансовом году посредством продажи акции в конце коммерческой деятельности, а затем вновь покупать ее на следующее утро. В настоящее время, например, правила Соединенного Королевства запрещают регистрацию убытков или прибыли для целей налогообложения, когда инвестор повторно открывает позицию по той же акции в течение 30 дней после ее закрытия.

Тем не менее, SSF (а в нашем случае, USF на Лондонской международной бирже LIFFE) предоставляли незаметный способ, который гарантировал, что пользователи могут всегда избежать зависимости от определенной акции. Следовательно, в случае компании British Telecom, некий инвестор подвергался очень трудному 18-ти месячному удержанию этой акции с практически непрекращающимися убытками. Однако, перспектива продажи акции была малопривлекательной в виду чрезвычайно высокой волатильности телекоммуникационных акций при наступлении любых событий (таких как, например, выдача лицензий на 3G¹) и подлежащей природы самого

¹ Любой наблюдатель помнит, что лицензирование 3G или 3 поколения Интернета (Third Generation Internet) стало какой-то смесью из перегруженных долгами телекоммуникационщиков, как раз перед самым коллапсом рынка Телекомов, СМИ и Технологии (Telecoms, Media and Technology (TMT))

телекоммуникационного рынка, которая означала, что цены акций могут очень быстро отскакивать.

Следовательно, в середине октября 2001, если инвестор подумывал о продаже акции, чтобы реализовать убыток по бумаге, торговавшейся по когда-то £12 и упавшей почти до £3, он мог просто продать бумагу и, одновременно, купить USF на бирже LIFFE по той же рыночной цене. По правде говоря, форвардная оценка фьючерса может вызвать небольшие несоответствия, но это лишь несколько пенсов. Единственный недостаток, который получит инвестор в этом случае – это отсутствие дивидендов за время владения фьючерсом. Однако, такие транзакции можно проводить в 30-дневный период, когда не ожидаются подобные платежи.

Более того, USF на LIFFE также покрывает разделение BT Group и BT mO₂, поскольку фьючерсы на акцию были разделены как только были разделены сами акции. (Мы еще исследуем эту конкретную транзакцию в дальнейшем на стр. 140 вместе с другими вопросами, касающимися изменений в уже торгующихся контрактах.

ВАЛЮТНЫЕ ВЛИЯНИЯ

Когда LIFFE запустила первую корзину международных SSF в начале 2001, они представляли 11 национальных рынков и 5 отдельных валют (и поскольку диапазон их продуктов с тех пор расширился, то увеличилось и количество стран – на сегодняшний день Eurexnext LIFFE предлагает контракты в семи различных валютах: евро, датская крона, норвежская крона, швейцарский франк, фунт стерлингов и US доллар). Конечно инвесторы могут покупать зарубежные бумаги, а затем использовать валютные форварды или фьючерсы, чтобы

захеджировать любой потенциальный валютный риск. Однако, самым простым способом, возможно, будет покупка SSF вместо покупки подлежащей акции, поскольку маржинальные условия подразумевают меньшую потребность в капитале, требуемым для конвертации в другую валюту.

Начальная маржа устанавливается в валюте самого контракта. Однако большинство клиринговых домов принимают мультивалютные депозиты и обеспечение по маржинальным обязательствам. Например, Лондонский клиринговый дом (London Clearing House) допускает, чтобы долларовые маржинальные обязательства обеспечивались Британскими казначейскими билетами деноминированными в фунтах (или Европейскими правительственными билетами, номинированными в евро и т.д.) Для стерлингового инвестора, в таком случае, валютное влияние будет эффективно нулевым – изменения валютного курса затрагивают лишь доход на капитал, но не имеют влияния на сам капитал.

Возьмем, например, менеджера Европейского фонда, чьи позиции деноминированы в евро, который покупает американские акции, типа, AOL Time Warner:

	Bid	Offer
Акция	\$40.20	\$40.22
Фьючерс	\$40.60	\$40.65

Менеджер инвестирует \$500,000 в акции AOL Time Warner и его маржа равна \$6 на акцию при цене \$40.22. В тот момент евро торгуется по курсу приблизительно €1.10 за \$1. Месяц спустя цены акции и фьючерса таковы:

	Bid	Offer
Акции	\$41.20	\$41.22
Фьючерс	\$41.45	\$41.50

За это время доллар упал против евро на 4.5% и теперь каждый \$1 стоит €1.05. В долларах акции поднялись на 2.4%, но в виду движения валюты акции упали на 2.2% в терминах евро. Если бы менеджер фонда купил акции и инвестировал бы всю полную сумму имеющихся евро, он получил бы убыток при конвертации своих активов обратно в евро, хотя на самом деле его акции выросли в цене!

Однако, при использовании SSF в доллары была бы конвертирована только начальная маржа для открытия позиции €81,840. Что дало бы при обратной конверсии €78,120. Менеджер фонда получил убыток на начальный депозит в €3,720, но сделал прибыль на цене фьючерса равную \$9,920 (€10,416). Вдобавок, оставшиеся евро, которые он не использовал, благодаря тому что покупал фьючерсы, а не саму акцию на всю сумму, дают ему дополнительный положительный процентный доход на остаток средств, а также не оказывают валютного влияния такой значительной суммы денег.

Заметим также, что менеджер фонда мог просто оставить свою начальную маржу в евро и внести ее на депозит в клиринговый дом. В этом случае он должен был депонировать немного больше денег, чтобы покрыть совокупный риск обесценивания валюты, но все равно его риск был бы ограничен только тем что он вложил в стоимость своих инвестиций, но не испытывал бы влияния хранения капитала.

ПЕРЕКЛЮЧЕНИЕ ВЛИЯНИЯ БИРЖИ

SSF позволяет инвесторам переместить их существующий риск из одного актива в риск полностью

отличного актива внутри того же (или, на самом деле, другого) сектора. С помощью SSF такая транзакция может быть проведена более эффективным и более экономным образом, чем если бы инвестор захотел продать свой основной портфель акций. В самом деле, инвесторы могут желать удерживать свои долгосрочные бумаги, но намереваться делать краткосрочные корректировки, например, относящиеся к акциям того же сектора. Такой подход также позволяет избежать любых потенциальных вопросов налогообложения, относящихся к курсовому приросту основного актива в портфеле.

ПОКРЫТАЯ ВЫПИСКА

Выписка покрытых коллов

Опционные трейдеры и держатели наличных акций, желающие увеличить доходность своих владений, довольно давно используют стратегию продажи покрытых колл-опционов. Эта стратегия подразумевает покупку акции и продажу колла – обычно по цене исполнения "без денег" (out-of-the-money). Доход от премий, полученных за колл-опционы, увеличивает доходность акций.

При использовании SSF эта стратегия становится еще более денежно-эффективной, поскольку маржа, выплачиваемая для покупки фьючерса противостоит всем капитальным затратам на хранение наличности. Премия, получаемая за опцион, остается той же, делая, таким образом, доход потенциально более высоким в процентном отношении, в смысле капитала, подвергаемого риску (то есть норма доходности больше благодаря меньшей величине

начально инвестируемого капитала). Однако, если цена акции падает, то результирующее падение стоимости SSF даст также больший процентный спад, благодаря маргинальному рычагу позиции, хотя действительный физический размер падения будет таким же как и у держателя подлежащей акции. Конечно, те инвесторы, которые хотят облегчить проблему кредитного рычага, могут депонировать средства, эквивалентные стоимости покупаемой подлежащей акции, и в таком случае их доход будет увеличен процентным доходом на депонированные средства. Заметим также, что исполнение короткой позиции по опциону будет сопровождаться необходимостью для продавца поставить подлежащую акцию, в то время как большинство SSF заканчиваются денежным зачетом при экспирации. Следовательно, трейдеры могут предпочесть ликвидировать свои позиции до того как будет проведен зачет в таком случае.

В случаях – когда финансовые рынки особенно перегружены, или вдали маячит тихий период – продажа опционов, в частности, особенно привлекательна, поскольку каждый день приносит доход с течением времени, до тех пор, пока опцион не переходит "в деньги" (into the money) и не приобретает внутреннюю стоимость. Однако, проблема с простой продажей опционов состоит в том, что существует потенциально неограниченный риск, что позиция пойдет неправильно, и конечные инвесторы часто опасаются входить в позиции, которые они не будут в состоянии проверять так же регулярно как профессиональный трейдер.

Течение времени затрагивает все опционы. Чем ближе подходят опционы к экспирации, вероятность того, что они будут иметь большую стоимость (т.е. их цена исполнения будет "в деньгах" или достигнет большей прибыльности),

уменьшается, вызывая тем самым уменьшение стоимости самого опциона. Процесс выписки покрытого колл-опциона предназначен для того, чтобы позволять трейдеру держать длинную позицию и собирать доход от короткой позиции по опциону по мере его обесценивания.

Следовательно, когда инвестор видит опционную премию, которая, как он думает, истечет в ничто, то самым простым способом получить прибыль от проданной премии будет использование SSF для создания "выписки покрытого колла". Этот процесс подразумевает покупку фьючерса и продажу колла на ту же акцию против фьючерсной позиции.

Учитывая, что фондовый рынок претерпел период чрезвычайной волатильности в течение 2001 и 2002 годов, то обычно необходимое, как условие, спокойствие (или относительное спокойствие) для предпочтительной торговли выписанными коллами, полностью отсутствовало во время написания этой книги. Однако, это позволяет нам исследовать ситуацию, которая служит примером того, как может работать выписка покрытых коллов даже в случае неблагоприятных рынков – в данном случае до, во время и после трагедии 11 сентября, которая спровоцировала колоссальную волатильность фондового рынка.

Фьючерсы на акции Glaxo Smith Kline на LIFFE можно было купить по 2035 пенсов 2 июля (2001) и в предположении летнего рыночного затишья, мы могли продать октябрьский колл со страйком 2000 пенсов за дополнительные 141 пенсов. Этот опцион при экспирации в середине октября мог быть превращен в акции при условии, что цена бумаг была бы в районе 2000 пенсов. Если бы акции оставались ниже уровня в 2141 пенс при экспирации, мы были бы в прибыли по этой сделке.

К концу лета сама акция упала до 1895, но опционы стоили 19 пенсов. Едва ли это был идеальный результат, но если бы позиция была закрыта, то мы бы потеряли 140 пенсов на акции и получили бы 121 пенс на наших опционах, таким образом, были бы в конечном счете в убытках. Однако, основные падения временной стоимости происходят в течение последнего месяца жизни актива. Следовательно, давайте предположим, что мы продолжили держать наши позиции, надеясь на подъем подлежащей бумаги, но не столь значительный, чтобы он снес нашу потенциальную прибыль!

Никто не мог предвидеть ужасающих событий 11 сентября, и эта позиция пострадала соответствующим образом. Опционы свалились до 2 пенсов, но было бы нереалистичным думать что мы бы закрыли нашу позицию на таком волатильном рынке и перешли в SSF. Почти немедленно рынок отскочил обратно и, в самом деле, акции GSK восстановились в октябре до 1940 пенсов. Конечно разрушительное действие времени съело опционную стоимость, которая едва насчитывала 13 пенсов к 15 октября.

Предполагая, что фармацевтические акции останутся популярными при опасениях бактериологической войны, существовала вероятность, что мы можем додержать наши фьючерсы на акции ближе к экспирации и попробовать выскочить из позиции с минимальным убытком. Дела обстояли так, что фьючерс давал нам убыток в 95 пенсов, а опцион сделал нам 122 пенса. Учитывая огромную волатильность, которая проявилась в том промежутке времени, такой рынок перестал подходить под выписку покрытых коллов, легкость использования SSF, тем не менее, продолжала приносить прибыль.

При экспирации GSK торговалась по 1908, оставляя нам в

качестве прибыли всю опционную премию, а именно 141 пенс. Увы, конечно наша длинная позиция по фьючерсам была тоже задета снижением цены до 1908 и от нашего входа по 2035 мы потеряли 127 пенсов. Едва ли это полная победа, в целом наша позиция давала 14 пенсов прибыли, что довольно примечательно, учитывая невероятную волатильность рынков после трагедии 9/11.

В общем случае, наилучшее время для торговли покрытыми опционами – это относительно спокойные боковые рынки, что позволяет надеяться, что наша длинная фьючерсная позиция не будет значительно двигаться, а опцион значительно обесценится по мере приближения экспирации.

УПРАВЛЕНИЕ ВЛИЯНИЕМ КАПИТАЛА

Применяя маргинальные преимущества SSF, инвесторы могут держать большие части своих активов в более надежных инструментах денежного рынка, в то же время получая пользу от инвестиций в акции. В этом отношении менеджеры фондов могут также искусно управлять своими рисками капитала, даже если они еще не получили все средства, которые предполагали, или хотят модифицировать свой портфель, не меняя в действительности все свои инвестиции.

Например, менеджер фонда с портфелем облигаций хочет больше сориентировать себя на рынок акций, но не желает продавать свой набор облигаций до их погашения через три месяца. Используя умеренную часть своего потока денежных средств, он в самом деле может купить требуемые SSF, эквивалентные его желаемому уровню риска по акциям, и продолжать держать свой постоянный портфель наличных

облигаций. Если он захочет несколько уменьшить риски своих облигаций, то он может также продать фьючерсы на Правительственные облигации против портфеля своих наличных облигаций

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ

Сходным образом, менеджеры инвестиционных фондов (и конечные инвесторы) могут оказаться в ситуации, когда они захотят сделать инвестицию, но понимают, что у них может не оказаться достаточного капитала, чтобы претворить ее в жизнь еще некоторое время (например, в течение следующего месяца). Покупка SSF исполняет требуемые инвестиционные планы до того, как инвестор получит весь доступный капитал, позволяя, таким образом, менеджеру инвестиционного фонда все время эффективно поддерживать полностью инвестированный портфель, а также позволяя ему совершать покупки заблаговременно, если он того желает. Используя SSF, которые можно аккуратно покупать и продавать на ликвидном рынке в течение всего дня и рассчитываться мгновенно, менеджер фонда может очень легко получать наличность, если ему необходимо делать обратные выплаты и т.п.

КОНВЕРСИИ И РАЗВОРОТЫ

Маркет-мейкеры по опционам на акции часто используют тривиальную конструкцию, обычно подразумевающую создание основной синтетической длинной/короткой позиции, а затем хеджирование ее позицией наличных акций. С развитием SSF стало

возможным использовать их вместо самих акций. Конверсия подразумевает три ветви:

- продажа колла;
- покупка пута с тем же страйком (то есть создание синтетической короткой позиции);
- покупка SSF.

Разворот подразумевает три немного отличающихся ветви для достижения противоположного результата:

- покупка колла;
- продажа пута (то есть создание синтетической длинной позиции);
- продажа фьючерса.

По существу, результат получается нейтральным к волатильности и нейтральным к направлению. Вы здесь пытаетесь замкнуть прибыль на входе, используя прибыльную разницу между синтетической опционной позицией и фьючерсной позицией. Предполагая, что ценовая разница может быть использована на входе в позицию, вы затем останетесь с прибылью на экспирации. Однако, помните, что степень переоценки, которая определяет вашу прибыль, должна быть достаточной, чтобы покрыть брокерские комиссии на три отдельных ветви позиции. Кроме того, если вы не имеете намерений физической поставки, вам необходимо быть в состоянии закрыть позиции до экспирации и получить соответствующие прибыли пока они есть! Конверсии и развороты являются стандартным кормом для маркет-мейкеров, у которых почти нет расходов на исполнение. Другие трейдеры могут обнаружить, что они не в состоянии совершить такие сделки достаточно дешево, чтобы сделать на них деньги.

ПОКРЫТЫЕ КОМБИНАЦИИ

Существует множество вариантов, которые могут быть применены для SSF в стратегиях со многими ветвями. Для целей этой главы мы используем один пример – покрытую комбинацию – который имеет множество различных элементов, но дает ощущение того, как почти любой потенциальный платеж может быть создан, используя различные опционные ветви и SSF.

Естественно, выписка голых опционов – это опасная игра, особенно, если рынок становится изменчивым. Сходным образом, покрытая подписка (как мы видели выше) может оставить вас незащищенным, особенно, если рынок повернет против ваших основных фьючерсных позиций. Как можно еще прикрыть себя? Одной вещью из того, что вы можете использовать, является покрытая комбинация. По существу, вы покупаете SSF и продаете (покрытый) колл против него. Затем, в попытке получить больше премии и получить больше защиты от проседания, вы можете продать в короткую пут. В общем случае, колл находится "в-паритете" или просто "без-денег" (т.е. ниже текущей цены акции). Пут, обычно, просто "без-денег"

Для пута, обычно, выбирается страйк ниже текущей цены акции... , но здесь есть затруднение: по сути, вы должны быть счастливы купить акции по этой цене исполнения, если позиция не работает так, как планировалось. Некоторые инвесторы могут найти это недопустимо рискованным и не пожелать, следовательно, проведения такой сделки. Однако, в целом позиция не столь опасна, хотя и является стратегией больше для опытных, чем начинающих трейдеров.

Допустим мы хотим купить General Motors по \$36.00.

Глава 3

Итак, мы можем купить 1 фьючерсный контракт на General Motors по \$36.00, а затем:

Продать 1 апрельский 40call по \$1.60

Продать 1 апрельский 30put по \$1.40

Если фьючерс находится на 36, мы имеем 160 тиков защиты от падения – другими словами, около 5% стоимости акции может быть потеряно. Увы, не все рынки являются столь волатильными, каким был американский рынок акций в 2002, на чем базируется эта гипотеза! Продавая пут, мы получаем еще 140 тиков защиты, означающие, по сути, что мы имеем длинную фьючерсную позицию на 310 тиков ниже цены покупки! Другими словами, цену в \$33.

Конечно, если цена пойдет ниже \$30, тогда можно предположить, что потребуется исполнение пута, и вы закончите с дополнительными 100 акциями в длинной позиции по \$30 в добавок к вашему контракту SSF на 100 акций по \$33. Таким образом, вы усредняетесь в позиции из 200 акций по \$31.5. Конечно, если акция упадет ниже, тогда глянец с этой сделки очень быстро испарится, поскольку вы начнете терять на эквиваленте 200 акций, или \$200 на пункт. С другой стороны, на верхней стороне ваш прирост будет ограничен коротким путем, что не позволит сделать больше, чем \$3,629.

И, НАКОНЕЦ, БЫСТРЫЙ ТОРГОВЫЙ СОВЕТ...

В этой главе мы будем краткими. Потому, что существует огромное количество книг, которые уже рассказали вам как получить прибыль от использования множества методик технического анализа. Ведь просто они работают и с SSF, и поэтому мы не видим необходимости повторно их представлять здесь, в нашей неуклюжей манере,

когда другие уже описали их куда более выразительно

Однако, мы хотим привлечь ваше внимание к одному быстрому индикатору, который может принести большую пользу трейдерам в краткосрочной перспективе, и который имеет, как мы полагаем, сильное воздействие на торговлю фьючерсами на акции.

Коэффициент пу/колл является чудесным маленьким индикатором того, где находится интерес рынка и, вообще говоря, когда один из типов опционов (путы или коллы) показывает явное предпочтение к нему, это может указывать на рыночный дисбаланс. В качестве правила большого пальца можно, обычно, считать, что если открытого интереса (то есть открытых позиций) по коллам в два раза больше, чем по путам, то это хороший индикатор того, что рынок перекуплен и возможен краткосрочный откат. Другими словами, можно попробовать продать SSF на один-два дня, пока рынок не восстановит равновесие. И наоборот, если открытый интерес путов в два раза больше, чем у коллов, то хорошей идеей будет покупка SSF, поскольку вы увидите один или два дня отскока. В данном случае, если рынок резко двигается в вашем направлении больше одного дня, то мы предпочитаем забрать наши деньги и выбежать с ними.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Эта глава обрисовала много применений SSF. Как должно быть совершенно очевидно, общее число возможных применений, в общем случае зависит лишь от человеческой изобретательности, наблюдаемой на рынках SSF. В целом, существует огромное количество различных применений и подходов к применению SSF в портфелях конечных и

институциональных инвесторов, также как и широкий массив применений для трейдеров. Не будет беспочвенным утверждением, что SSF действительно привносят новое измерение в торговлю акциями.

Глава 4. Действия корпораций

По-видимому, одним из наиболее важных аспектов торговли фьючерсами на отдельные акции (SSF) является то, что их фундаментальные показатели могут изменяться в результате разнообразных корпоративных действий. Последние могут быть инициированы как самой компанией, так и третьей стороной. После того, как произошло поглощение компании, ее листинг прекращается, однако остается много возможностей для того, чтобы компания-приобретатель просто не оплатила большое число акций компаний, которую она стремится заполучить. Более того, в результате слияний структура реестра компании может быть в корне изменена. И даже вне сферы слияний и поглощений компании всегда находят возможности изменить фундаментальную структуру своего реестра. Выбор может быть сделан в пользу слияния реестров (бонусной эмиссии) или дополнительной эмиссии в интересах повышения капитализации через выпуск райтов. Все виды таких эмиссий влияют на фундаментальные показатели SSF, а потому

следует обратиться к ряду примеров для наглядной иллюстрации корпоративных действий. Участие в трейдинге предполагает готовность ко всему, а потому априорное понимание сущности корпоративных действий может быть очень полезным, чтобы события в своем развитии не стали для вас неожиданностью. Главное, чтобы любое изменение основополагающих показателей было отражено в контракте SSF. По мере возможности мы проиллюстрировали это примерами из реальной жизни

Когда в ходе корпоративных действий акции меняют свою фундаментальную структуру, то это приводит к краткосрочному воздействию на сферу SSF, как, впрочем, и других деривативов, например, опционов. Чаще всего под этот эффект попадают уже котирующиеся двухмесячные квартальные и двухмесячные непрерывные контракты (например, NQLX, OneChicago и LIFFE), в то время как листинг новых контрактов происходит в согласии с новой контрактной спецификацией. Также отметим, что иногда биржи стремятся изменить данные по фьючерсам на дальние месяцы, если нет открытых позиций. Естественно, нужно умудриться не попасть в ловушку между двух контрактов с разными основными показателями. Например, как будет показано далее, SSF-контракт на один месяц может иметь базисный эквивалент, равный 1114 акциям вместо общепринятых 1000 акций вследствие действия поправочного коэффициента. В таком случае следует уделить особое внимание выявлению календарного спреда строго пропорционально числу подлежащих акций, нежели числу контрактов.

Ключевой датой для корпоративных действий является дата «исключая дивиденд» («ex»-дата). В случае с дивидендами, например, если экс-дивиденд наступает 1

марта, то все приобретатели акций до этого числа имеют право на дивиденд, а все, купившие акции после этой даты, на него право не имеют, пусть даже до момента получения дивиденда акционерами может пройти несколько недель. С учетом некоторых заявлений, например, о дружественном поглощении по предварительной договоренности, эффект может наступить мгновенно, начиная со следующего торгового дня. Естественно, что в случае столь непредвиденных заявлений, приостановление действия структуры реестра также приведет к одновременному замораживанию торговли деривативами, будь то SSF или опционы.

Целью данной главы является обсуждение того, как ключевая по сути проблема, которая может изменить спот-цены в той или иной форме, помогает дифференцировать различия между фондовыми деривативами, их товарными и финансовыми аналогами.

Метод пропорциональной коррекции – введение

По-видимому, главным для понимания аспектом корпоративных действий является пропорциональный метод, возможно, наиболее часто применяемый метод изменения контрактной спецификации вслед за корпоративным действием.

Одним из методов, наиболее широко используемых для SSF контрактов, а кроме всего прочего, для других котируемых фондовых деривативов, является «пропорциональный подход». Отметим, что данный метод коррекции внешних эффектов корпоративного действия не следует путать с «пропорциональными спредами», так горячо

любимыми опционными брокерами по всему миру, поскольку брокерская комиссия выплачивается за множество ветвей весьма сложной стратегии.

Основными рассматриваемыми пунктами концепции поправочного коэффициента являются:

- (1) Реальная цена фьючерса, подвергающегося корректировке.
- (2) Объем контракта (число акций, лежащих в его основе, следовательно, его воздействие на спред-трейдинг, поскольку потребуются коэффициент, чтобы вести трейдинг против остальных фьючерсов по акциям.
- (3) В конечном итоге, объем контракта подвергнется принудительной корректировке и при объявлении листинга новых месяцев контракта будет приведен к изначальному объему. Например, он составляет 100 акций по международным контрактам на LIFFE или 1000 акций для британских компаний базисных для USF, а также 100 акций компаний США, за исключением Индии, где объем контракта существенно варьирует. Время от времени биржи вносят изменения в существующие контракты в более ранние сроки. Это наиболее вероятно в случае отсутствия открытой позиции по дальним месяцам. Однако надо отметить, что если есть открытая позиция по контракту с дальним месяцем в декабре, а следующий, мартовский контракт – с открытой позицией, то маловероятно, что биржа внесет изменение в предыдущий контракт и сохранит последующий контракт в измененном объеме. Впрочем, в ряде случаев весьма незначительные объемы открытых позиций могут быть скорректированы путем переговоров, хотя, чтобы

достичь результата на таких переговорах с биржей, нужно очень постараться

Наиболее общепринятым применением пропорционального метода является корректировка контрактов в целях учета корпоративных событий, таких как сплит акций или бонусная эмиссия

Пример 1: EXXON Mobil

В середине июля 2001 года, когда EXXON Mobil объявила о расщеплении своего акционерного капитала, «пропорциональный» метод был применен как решение для существующих контрактов. В частности, коэффициент составил 2:1, а конечный результат, согласно подтверждению LIFFE от 18 июля, был следующим: котировки фьючерсов были зафиксированы на уровне 18 июля, а изменились на 19 июля.

Следовательно, объем контракта для существующих SSF на EXXON Mobil вырос со 100 до 200 акций. Очевидно, в случае с опционами имел бы место тот же процесс. Однако трейдерам всегда следует иметь в виду, что в начале листинга новых контрактов, то есть, любых новых месяцев после 19 июля, даты, когда имело место изменение, биржа будет снова оперировать стандартным размером контракта в 100 акций за контракт. Кстати, к концу июня 2001 года голландский банк ING применил точно такое же пропорциональное изменение с коэффициентом 2.0.

Пример 2: ENEL SpA

Несколько ранее, в июле 2001 года (6 июля, с датой вступления в силу 9 июля) итальянская нефтегазовая компания ENEL провела аналогичный прием при конверсии

своего акционерного капитала и повторной деноминации компании в евро. Снова была использована пропорциональная модель (Таблица 4.1), но в этот раз на уровне 0.5, то есть, цена акции реально возросла в два раза, а объем контракта сократился со 100 до 50 акций.

Таблица 4.1

Месяц поставки	Зачетная цена фьючерса. 6 июля 2001, пятница	Стандартная цена фьючерса 9 июля 2001, понедельник
июль 2001 года	€ 3 61	€ 7 22
август 2001 года	€ 3 62	€ 7.24
сентябрь 2001 года	€ 3 65	€ 7 30
декабрь 2001 года	€ 3 69	€ 7 38

В целом, пропорциональный метод постигнуть нетрудно, однако необходимо следить за датой исполнения уведомления, в соответствии с которой новые контрактные месяцы будут приведены к стандартному размеру.

Изменения маржи в таких движениях также легко объяснимы, поскольку имеют отношение к пропорциональной коррекции. В сущности, вариационная маржа, взимаемая к закрытию первого дня торговли модифицированными контрактами (к примеру, для USF на BT, 21 мая, понедельник), отражает изменение по сравнению с откорректированной стандартной ценой (если предположить, что в тот день велась торговля) или ценой торгов.

СЛУЧАЙ С РАЗДЕЛЕНИЕМ КОМПАНИИ

В 2001 году, если точнее, 19 ноября, в секторе европейских телекоммуникационных компаний можно было наблюдать весьма заметное оживление. British Telecom, британский

телекоммуникационный оператор, давно приватизированный и в наши дни более известный по инициалам ВТ, принял решение разделить свою компанию на две, стремясь порвать с давним имиджем, неуклюже управляемой компании, который волочился за ней со времен, когда она была государственной. Предполагалось, что одна компания, ВТ Group plc (тикер: BTG) займется существующими линиями фиксированного доступа, в то время как mпO₂ (тикер: MOO) будет специализироваться на всем, что связано с мобильной телефонией. Чтобы продемонстрировать контекст, в котором происходило разделение, достаточно сказать, что обе компании автоматически вошли в лондонский индекс крупнейших компаний FTSE 100, в который входят акции 100 крупнейших компаний, а рыночная капитализация на момент написания этих строк в конце 2002 года составляла около £940,000 миллионов.

Существовавшие на тот момент опционы на акции ВТ были поделены в базисный пакет по 1000 акций для каждой составляющей компании (в основу сплита лег принцип: одна акция – одна акция в каждом из компонентов). Правило действовало в отношении сделок, заключенных ранее и до разделения, которое состоялось 19 ноября 2001 года. С учетом популярности акций ВТ, ставшими таковыми во многом благодаря приватизационной программе правительства Тэтчер, опционы продолжали торговаться в такой манере в отношении всех существующих сделок, вплоть до серий с истечением срока действия в апреле 2002 года, иначе говоря, спустя пять месяцев после разделения. Аналогично, пакетом торговались универсальные фьючерсы (USF) до окончательного истечения их срока в декабре 2001 года.

В то же время, расчетная цена биржи (EDSP – exchange delivery settlement price) по существующим USF на ВТ до разделения была определена с применением официальных

цен закрытия лондонской фондовой биржи как для $m\text{mO}_2$, так и для BTG по следующей формуле (впереди оставался только декабрь):

$$\text{EDSP} = \text{цена акции } m\text{mO}_2 \text{ plc} + \text{цена акции BTG}$$

Хотя основным предметом этой книги является сфера SSF, мы не можем не уделить некоторое внимание организации расчета по опционам на BT, поскольку данный процесс обнажает целый букет проблем, показывающих, сколько труда необходимо для того, чтобы обеспечить работу рынка деривативов и, кроме того, показывающих, насколько SSF, по природе своей являющиеся фьючерсами, проще с точки зрения модификации, нежели опционы на акции. Учитывая высокую степень взаимосвязи сфер SSF и фондовых опционов, стоит убедиться в том, сколько проблем возникает при торговле опционами по сравнению с USF, принципы торговли которыми остаются «простыми и эффективными».

С одной стороны, опционы на BT оставались несколько неудобоваримыми, учитывая объем контракта в 1114 лотов и поразительный разброс цены исполнения от 296 до 718 пенсов, и свой вклад в это внес предыдущий выпуск райтов. Обычно они торгуются по 280, 300, 330, 360, 390 и так до 500 пенсов, где шаг цены исполнения составит 50 пенсов.

К счастью, разделение акций было четным числом с коэффициентом 1:1. По крайней мере, LIFFE могла создать расчетную позицию в 1000 акций для каждого подлежащего компонента.

Одновременно, для других расчетных месяцев (напомним, до апреля, с интервалом в пять месяцев), опционы рассчитывались в соответствии с Таблицей 4.2 для цены по каждой акции.

Действия корпораций

Таблица 4.2

Объем контракта	Цена исполнения British Telecommunications plc	mmO ₂ (пенсов за акцию)	BT Group plc (пенсов за акцию)	
1000	180	39	141	
	200	44	156	
	220	48	172	
	240	52	188	
	260	57	203	
	280	61	219	
	300	65	235	
	330	72	258	
	360	79	281	
	390	85	305	
	420	92	328	
	460	100	360	
	500	109	391	
	550	120	430	
	600	131	469	
	650	142	508	
	700	153	547	
	1114	296	65	231
		323	70	253
		350	76	274
377		82	295	
413		90	323	
449		98	351	
494		108	386	
539		118	421	
584		127	457	
629		137	492	
673	147	526		
718	157	561		

Небезынтересно, что к началу трейдинга «после выпуска» (9 ноября 2001 года), по новым опционам на mO_2 были достигнуты потрясающие результаты объема торгов – 3000 контрактов. Выпуск новых контрактов USF стартовал 14 ноября.

Интересно было и то, что если бы трейдинг «после выпуска» велся без допуска к «официальному листингу», то LIFFE пришлось бы объявить недействительными и аннулированными все сделки с деривативами, в соответствии с эмиссионными правилами лондонской фондовой биржи (LIFFE предложила операции «после выпуска» только для опционов на акции, а не для USF). Таким образом, было объявлено, что опционы и USF являются «условными» контрактами до момента допуска новых компаний в официальный листинг лондонской фондовой биржи. То, через какие тернии приходится продираться рынку деривативов в целях достижения порядка, вызывает порой смешанные эмоции, и восхищения, и сожаления. В реальности, данное руководство лишь поверхностно касается этих вопросов во многих их аспектах. *В то же время, одним из преимуществ SSF с денежным зачетом является невозможность для дилеров вести тайные, подковерные сделки в целях достижения успешных поставок, что может иметь место в случае более усложненных математических решений оптимизации SSF!*

На уровне трейдинга неоспоримым преимуществом продуктов LIFFE USF было то, что сразу же после объявления трейдеры получили возможность закоротить позицию компании, как только они почувствовали изначальную реакцию на разделение. Она была «ралли облегчения», потому что менеджмент ВТ наконец-то пришел к некому решению, пусть и не к самому оптимальному.

В этом и состоит смысл деятельности рынков, и действительно, как только было объявлено о разделении, акции ВТ подскочили с 324 пенсов, минимума, наступившего сразу же вслед за 11 сентября, до весьма неплохого показателя в 385 пенсов 18 сентября. Продуманный подход к продажам в тот момент способствовал бы получению весьма большой прибыли в день запуска условных USF.

На 12 ноября цена акций ВТ упала до 310 пенсов, однако, несмотря на резкий перепад, инвесторы проявили основательный интерес к фондовым опционам mтO₂ «после выпуска». Даже после того, как на рынке появились новые, отдельные USF (с поставкой 1 декабря, 2 января, 2 февраля и 2 марта), позиция могла быть закрыта при значении около 341 с хорошей прибылью. Поэтому при прочих равных условиях следует вникать в суть таких корпоративных действий, так как вслед за объявлениями могут появиться определенные финансовые возможности (или исчезнуть, если вести себя неосторожно). Обычно это создает на рынке волнение, и возможности сопровождаются реальными рисками.

ДЕЛЕНИЕ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА

Это явление, более известное под названием «сплит акций»: «увеличение числа эмитированных акций путем деления каждой существующей акции на две или более акций с пропорционально меньшим номиналом».

Корректировки Barclays

Начиная с понедельника, 29 апреля 2002 года, фондовые опционы Barclays и USF контракты на LIFFE были скорректированы в целях приведения их в соответствие со сплитом акционерного капитала. За каждую акцию номиналом в £1 акционер получал четыре акции номиналом в 25 пенсов. Использовалась пропорция 4:1.

В отношении SSF результат был предсказуем: объем ранее торговавшихся контрактов был 1000, а стал 4000 акций. В Таблицах 4.3 и 4.4 показаны различия в изменениях, одно для USF, а другое для отдельных опционов на Barclays.

Таблица 4.3

Месяц поставки	Зачетная цена фьючерсов, 26 апреля 2002, пятница	Стандартная цена фьючерсов, 29 апреля 2002, понедельник
май 2002 года	2405 00	601 50
июнь 2002 года	2416 00	604 00
сентябрь 2002 года	2417 00	604 50

Учитывая, что изменение вошло в силу 29 апреля 2002 года, в понедельник, размер лота на существующие фондовые опционы на Barclays стал равен 4000 акциям. Цены исполнения были скорректированы в соответствии с Таблицей 4.4. Опционы также стали торговаться пакетно, лотами по 4000 акций, в противоположность обычной практике в 1000 лотов. Однако все новые контракты, котировавшиеся после 29 апреля 2002 года, являлись, как правило, пакетами из 1000 акций, а в случае опционов – по стандартным ценам исполнения.

Таблица 4.4

Цены исполнения Barclays plc 26 апреля 2002, пятница	Цены исполнения Barclays plc 29 апреля 2002, понедельник
1300	325
1350	338
1400	350
1450	363
1500	375
1600	400
1700	425
1800	450
1900	475
2000	500
2100	525
2200	550
2300	575
2400	600
2500	625
2600	650
2700	675
2800	700
2900	725
3000	750
3100	775
3200	800

Telefonica

Один из наиболее интересных сплитов акций провела компания Telefonica. Ей удалось осуществить несколько бонусных эмиссий в продолжение жизненного цикла ряда SSF контрактов. На ежегодном собрании акционеров 7 апреля 2000 года компания приняла решение об увеличении акционерного капитала путем бесплатной эмиссии одной новой акции с полными правами на дивиденд на каждые пятьдесят старых акций. Первая эмиссия состоялась в начале 2001 года перед запуском SSF. Поскольку корректировка означала, что предыдущие контракты на опционы должны были стать контрактами на 102 акции, SSF на Telefonica были выпущены как контракты на 102 акции. Затем, когда через несколько месяцев состоялась новая эмиссия, контракты на 102 акции стали контрактами на 104 акции!

После этого, вслед за голосованием на ежегодном собрании акционеров, которое имело место 15 июня 2001 года, на промежуточном собрании акционеров Telefonica в 2002 году было принято схожее решение. Первая бонусная эмиссия состоялась с 25 января по 8 февраля, а вторая – с 22 марта по 5 апреля 2002 года (обе включительно).

И снова, как в 2001 году, бонусная эмиссия предполагала, что акционеры получают одну новую акцию с полными правами на дивиденд на каждые 50 старых. Акции были размещены с 22 марта по 5 апреля 2002 года (все даты включительно), что привело к дальнейшей корректировке контрактов SSF и фондовых опционов на MEFF, где SSF на Telefonica торговались весьма активно.

Вместо того, чтобы исследовать каждое изменение, обратимся именно к этой модификации, потому что принцип один и тот же. Корректировка SSF контрактов произошла так:

каждая открытая позиция по существующему контракту Telefónica (для 22 марта 2002 года это были июнь, сентябрь и декабрь 2002 года) превратилась в позицию в 104 акции (то есть, $51/50 \times 102$ акции = 104). Поскольку на день до корректировки открытых позиций по контрактам на март 2003 года не было, размер контракта остался равным 102 акциям. Другими словами, был применен пропорциональный метод на основе формулы

$$\text{Число акций в одном контракте } X = \frac{\text{акций после}}{\text{акций до}}$$

Чтобы сохранить концептуальную ценность позиций, созданных до и после данной корректировки, должна быть использована особая ценовая пара, скажем, цена закрытия позиции и следующая зарегистрированная за ней цена. Цена закрытия контрактов на 102 акции и зарегистрированная цена контрактов на 104 акции была выработана в соответствии с уравнением:

$$102 \text{ акции} \times \text{цену закрытия позиции (после переоценки позиций на сессии 21 марта)} = 104 \text{ акции} \times \text{зарегистрированную цену (новая цена открытия)}$$

Это примечательное решение, из-за того, что для цены закрытия и зарегистрированной цены возможны множественные решения, и ценовая пара была выбрана как наиболее близкая к расчетной цене на 21 марта.

Чтобы убедиться, что процесс понятен всем, а это делается в целях обеспечения справедливой цены, сопоставленной равному объему обоих пакетов акций, еще раз изучим вопрос, но на гипотетическом примере. К примеру, если на 21 марта зачетная цена составляла бы 13.40, то ценовая пара закрытия и последующего открытия фьючерсных позиций

составила бы 13.52 и 13.26 ($13.52 \times 102 = 13.26 \times 104$, то есть, финансовая стоимость всего контракта в 1379.04).

Следовательно, 21 марта зачетная цена позиций на MEFF составила бы 13.40. На следующий день, до открытия сессии контракты на 102 акции закрывались бы при 13.52, а позиции, напротив, переведенные в новые контракты на 104 акции, открывались бы по цене 13.25, хотя, конечно, это не означает, что по ним бы велся трейдинг.

Таким образом, если бы трейдер MEFF был бы по SSF в длинной позиции при 13.40, то ему следовало бы в ней оставаться и после ценовой корректировки по формуле $13.40 \times 50/51 = 13.1372549019$ со множителем 104.04. Тем не менее, из-за закрытия позиции на 13.52, данное «преимущество» компенсирует тот факт, что вместо длинной позиции по 13.1372549019 трейдер бы был в "лонгах" при 13.26, и конечно, множитель его контракта составил бы 104.04, а не 104.

Очередная коррекция контрактов в отношении Telefónica была произведена 4 марта 2003 года в связи с дальнейшим увеличением акционерного капитала. Снова был применен пропорциональный подход, и 11 марта, в понедельник, расчетная цена по фьючерсам была определена умножением расчетной цены на фьючерсы от 10 марта на обратно пропорциональный поправочный коэффициент. Стандартные цены имели следующие значения:

<i>Месяц поставки</i>	<i>Зачетная цена фьючерсов 10 марта 2003, понедельник</i>	<i>Стандартная цена фьючерсов, 11 марта 2003, вторник</i>
март 2003 года	8.11	7.95
апрель 2003 года	8.13	7.97
май 2003 года	8.14	7.98
июнь 2003 года	8.17	8.01

И снова Telefónica выпустила в свет контракты ненормального объема. Поэтому, начиная с 11 марта 2003 года, во вторник, размер контракта с поставкой в марте, апреле и июне 2003 года по полугодичным универсальным фьючерсам на акции Telefónica составил 104 акций за лот, а объем контракта с поставкой в мае 2003 года составил 102 акции за лот. Все месяцы поставки, вошедшие в листинг после 11 марта 2003 года, вторник, были приведены к стандартному размеру в 100 акций.

СМЕНА НАЗВАНИЯ

CGNU меняет имя

Это замечательно, что консультанты по брендингу до сих пор не обратили свои взоры на правительства или товарные рынки, и нам не приходится задумываться над проблемой переименования облигаций казначейства США, пшеницы и так далее. Хотя чего только не бывает! С другой стороны, иногда ведущие мировые корпорации забавляются сменой имени, а это значит, что за считанные мгновения можно запутаться в том, чем, собственно, торгуешь. Британская страховая компания CGNU пополнила ряды переименованных компаний, сменив название CGNU на Aviva. По-видимому, владельцы решили, что новое имя будет более жизнерадостным. Так или иначе, переименование вступило в силу в июле 2002 года и поэтому базисные контракты продолжали обращаться под именем CGNU. Это никак не повлияло на котировки SSF, хотя был один случай, когда, независимо от наличия открытой позиции, контракт был немедленно изменен в соответствии с корпоративным действием!

Спецдивиденды от Telia

Изредка компании принимают решение о возвращении части своего капитала акционерам в форме особого дивиденда. Обстоятельства принятия такого решения могут быть самыми разнообразными. Это и желание уменьшить объем капитала в связи с изменениями в корпоративной стратегии, и способ поощрения акционеров вслед за образованием дочерней компании.

В конце апреля 2002 года скандинавская телекоммуникационная компания Telia приняла решение о выплате особых дивидендов в существенном объеме. Дивиденды никак не отражены в контрактах SSF, однако выплата особых дивидендов непосредственно отражается в цене контракта, (в противоположность обычному дивиденду, который проходит через определенный период дисконтирования, но без модификации контракта). Поэтому, когда Telia приняла решение заплатить дивиденд в размере 0 10 шведских крон (SEK), был применен «метод редукции». Нам всегда импонировал «метод редукции», потому что он позволяет просто выбрать дату, а затем сократить стоимость контракта на объем дивиденда. В том случае стандартная цена фьючерсов 24 апреля, в среду, была рассчитана на основе зачетной цены 23 апреля, вторник, за вычетом из нее 10 шведских ерё. Чистый результат операции показан в Таблице 4.5 по всем месяцам поставки. Следует учесть, что стандартная цена фьючерсов затронула все требования вариационной маржи на тот день.

Таблица 4.5

Месяц поставки	Зачетная цена фьючерсов	Стандартная цена фьючерсов
	23 апреля 2003, вторник	24 апреля 2003, среда
май 2002 года	SEK 32 91	SEK 32 81
июнь 2002 года	SEK 32 75	SEK 32 65
июль 2002 года	SEK 32 87	SEK 32 77
сентябрь 2002 года	SEK 33 13	SEK 33 03

Ранняя выплата дивиденда

Седьмого ноября 2002 года итальянский гигант мобильной связи Telecom Italia Mobile SpA (TIM) удивил рынок объявлением о планах ранней выплаты дивидендов в размере €0 1865 на акцию 19 декабря 2002 года. Экс-дивидендная дата была установлена – 16 декабря 2002 года. Компания характеризовала дивиденд как часть дивидендных выплат, которые должны быть сделаны в 2003 году, однако, в некоторых сообщениях этот платеж был характеризован как «особый дивиденд».

Тем не менее, после консультаций с TIM в Euronext LIFFE решили, что компания характеризовала дивиденд как часть годового дивиденда, а не «особого», а потому потребовалась корректировка в контрактах USF на TIM, чтобы привести их в соответствие событию

Некоторым из вас может показаться такое решение слегка грубоватым, однако беглый анализ Положения по Корпоративным Событиям биржи Euronext LIFFE, выпущенного 1 февраля 2001 года, позволяет выявить ключевые критерии, используемые Euronext LIFFE в

определении того, является ли дивиденд особым или нет (правила в целом схожи с применяемыми на других биржах, однако, трейдерам всегда следует уделять большое внимание региональной специфике своих рынков)

- (a) компания объявляет дивиденд дополнительным к дивидендам, объявленным как составляющая нормальных результатов деятельности компании и цикла отчетности по дивидендам (простая коррекция во времени декларации компании об ожидаемом дивиденде не будет считаться обстоятельством особого дивиденда), или
- (b) идентификация составной части наличного дивиденда, выплачиваемого наряду с дивидендами, нормальными результатами компании и в рамках отчетного цикла по дивидендам, как однозначное дополнение к нормальному платежу компании.

Дивиденд от Telecom Italia

На следующий день после заявления TIM, 8 ноября 2002 года, Telecom Italia SpA, итальянская телекоммуникационная компания, занимающаяся телефонной связью фиксированного доступа, объявила о планах по раннему дивиденду в размере €0.1357 за акцию с выплатой 19 декабря 2002 года и ожидаемой датой «исключая дивиденд» 16 декабря. И опять ряд сообщений квалифицировал дивиденд как часть ежегодного дивиденда, который должен был быть осуществлен в 2003 году. Еще раз LIFFE проконсультировалась с Telecom Italia с тем, чтобы получить подтверждение, как в случае с дивидендом от TIM, а Euronext LIFFE решила, что *никаких коррекций не будет проводиться в отношении контрактов USF на Telecom Italia*

SpA в связи с наступлением события Для принятия данного решения были использованы те же критерии, что и упомянутые выше, применявшиеся к TIM

МЕНЬШИЙ РАЗМЕР ТИКА

В начале 2002 года LIFFE, всегда внимательно относившаяся к запросам потребителей, произвела весьма тонкую корректировку опционов Vodafone. Начиная с 18 апреля, в четверг, срок истечения опционов был продлен на два года, и были введены два последовательных месяца экспирации, чтобы первые три месяца были доступны для торговли по одной из наиболее активно торгуемых компаний в Европе. В то же время, LIFFE объявила весьма важную новость для трейдеров USF о том, что с 20 мая минимальное приращение цены по данной компании мобильных телефонов будет сокращено с 0.5 до 0.25 пенсов по всем транзакциям с USF и опционами. Это было весьма неожиданно, поскольку биржа могла делать такое объявление в одностороннем порядке, не ожидая завершения срока действия существующих контрактов. Таким образом, трейдерам с позициями, открытыми по любым формам фондовых деривативов, необходимо быть уверенными в том, что они встречают подобное развитие событий с опережением и следить за заявлениями компаний, по которым у них имеются позиции SSF. Обычно биржи размещают объявления о корпоративных действиях на своих веб-сайтах по мере поступления объявлений. Трейдерам рекомендуется внимательно следить за подобными изменениями. Отметим, однако, что, несмотря на возможность односторонних шагов со стороны бирж, эти шаги неизменно имеют место после консультаций с крупнейшими участниками рынка с тем,

чтобы удостовериться в их реакции на изменения. На самом деле, такие шаги, как снижение размера тика компании Vodafone и добавление месяцев поставки были явно обусловлены спросом со стороны участников рынка.

Вслед за этим, 5 ноября 2002 года, Euronext LIFFE еще раз скорректировала размеры тика по ряду британских SSF. Отметим, что хотя биржа не утверждала это решение до 11 ноября 2002 года, это действие было произведено практически без предварительного уведомления. Трейдерам следует уделять внимание всем объявлениям подобного рода, которые делает биржа, чтобы эти объявления не застали их врасплох. В данном случае минимальное движение шести британских компаний изменилась с 0.5 до 0.25 пенсов (Таблица 4.6).

В начале 2003 года LIFFE произвела корректировку некоторых других минимальных ценовых движений. Начиная с 10 марта в понедельник, размер тика USF на компании Barclays и Shell Transport & Trading снизился с 0.5 до 0.25 пенса.

ИЗМЕНЕНИЕ РАСЧЕТНОЙ ЦЕНЫ ДОСТАВКИ (EDSP)

Торговые часы и процесс расчетов находятся в категории возможных изменений, налагаемых биржей, пусть они и не являются результатом корпоративных действий собственно компаний, на акции которых выпущены SSF. Будь то зачет или поставка, для бирж – не редкость тонкая подстройка контрактов в целях их упорядочения, и максимизации рентабельности, и создания наиболее честной модели ценообразования.

Таблица 4.6 Универсальные фьючерсы на акции

Контракт	Код регистрации в торговой системе	Текущий размер тика	Новый размер тика
BT Group plc	BTL	0.5	0.25
Legal & General Group plc	LGN	0.5	0.25
Marks & Spencer Group plc	MKS	0.5	0.25
mmO ₂ plc	MMO*	0.5	0.25
Sainsbury (J) plc	SBR	0.5	0.25
Tesco plc	TSC	0.5	0.25

* Код регистрации в торговой системе (TRS) по акциям на фьючерсной бирже, такой как Euronext LIFFE, может различаться по «тикер-символу», то есть по тому, как он торгуется на лондонской фондовой бирже. В данном случае MOO – тикер-символ, однако MMO является TRS-символом универсального фондового фьючерса.

Например, когда LIFFE выпустила в обращение акции ирландских компаний, вскоре пришло понимание того, что первоначально выбранная EDSP не была лучшим рыночным показателем. Изначальным значением EDSP была официальная цена закрытия на ирландской фондовой бирже в Дублине. В целях определения дневной зачетной цены LIFFE решила заменить этот метод EDSP закрывающим аукционом на ирландской фондовой бирже между 16:28 и 16:30 (время по Лондону). В случае, если аукциона не происходит, используется хорошо проверенный метод взвешенной по объему средней цены всех торгов (VWAP) между 16:13 и 16:28, лондонское время.

РАННИЙ ДОПУСК КОНТРАКТОВ НА БИРЖУ

Учитывая все более жесткие конкурентные условия, имеющие место на биржах, интересно проследить развитие некоторого феномена, обусловленного желанием одного из членов биржи провести сделку в опережение официального листинга. В данном случае, произошедшем в 2002 году, LIFFE наметила допуск декабрьских, 2002 года, контрактов USF на Total Fina Elf. Естественно, учитывая желание LIFFE вести свои дела, удерживая свою долю рынка, участник торгов пожелал получить определенное преимущество централизованного клиринга контрактов, которые дает биржа по сравнению с трейдингом на внебиржевой площадке. (Понятно, что одному и более перспективным контрагентам могут даже запретить торги вне пределов площадки, подконтрольной бирже). Ранний допуск к контрактам был интересен по двум причинам. Во-первых, контракт не должен был быть внесен в листинг до 28 июня 2002 года, во-вторых, досрочное внесение его в листинг означало его введение в оборот за несколько дней до листинга июньского контракта, который должен был состояться 30 апреля, во вторник.

СЛИЯНИЕ

На протяжении октября 2002 года скандинавский телекоммуникационный рынок испытал определенное упорядочение благодаря слиянию Sonera Corporation и Telia AB. Euronext LIFFE издала 22 октября уведомление, в котором описывались намерения биржи относительно предполагаемого слияния. Отметим, что данные предложения ставили биржи в неловкое положение, поскольку в случае

отмены слияния, бирже пришлось бы предложить участникам торгов отступную позицию в интересах продолжения непрерывности торгов по акциям обеих компаний.

Слияние было осуществлено путем обмена. Акционеры Sonera получили 1,51440 акций Telia (код биржи "TLSIV") в обмен на каждую имеющуюся на руках акцию Sonera. В связи с завершением слияния Telia анонсировала планы о смене названия на TeliaSonera:

- Акционеры Telia остаются владельцами обычных акций Telia по цене 3.20 шведских крон. По завершению слияния символ акций Telia на стокгольмской фондовой бирже изменяется на TLSN.
- Акционеры Sonera, согласившиеся с предложением по обмену, получили по одной обмененной акции Sonera на каждую имеющуюся в собственности акцию Sonera. Торговля обмененными акциями началась 15 ноября 2002 года, в пятницу, по предварительному листингу хельсинкской фондовой биржи.
- Затем, в связи с успешным осуществлением сделки по слиянию, активы акционеров, владельцев обмененных акций Sonera, были конвертированы на основе коэффициента 1.51440 акций Telia за каждую обмененную акцию Sonera. Торговля акциями Telia началась 2 декабря 2002 года, в понедельник, на фондовой бирже Хельсинки.

Как можно заключить из вышеприведенной серии ходов, сделки по слиянию могут быть весьма продолжительными, а потому для бирж возможность неосуществления сделки по слиянию представляет собой потенциальную проблему в случае ее ненаступления. Объяснение биржи для такого случая было весьма прямолинейным: «Если предложение по обмену

не завершается, то обмененные акции Sonera будут обратно конвертированы в акции Sonera настолько быстро, насколько это практически возможно». Учитывая многоступенчатый характер слияния, по-видимому, не так сложно понять этому причину.

Принимая во внимание воздействие слияния на соответствующий рынок наличных сделок, результатом его стало продолжение листинга USF на Telia на Euronext LIFFE, а USF на Sonera были приостановлены, что стало более легким решением, поскольку на момент объявления открытых позиций по контрактам USF на Sonera не существовало.

Сделки по объединенной компании начались 9 декабря, в понедельник. В задачи LIFFE USF входило переименование кода акций Telia как TLSN, чтобы была представлена новая компания. Размер лота остался прежним, а расчетная цена в связи с новыми договоренностями также не изменилась, несмотря на то, что USF от Telia были переименованы в TeliaSonera, как, впрочем, и новая компания. Торговля фьючерсами на Sonera была приостановлена после того, как было сделано объявление о слиянии, и далее не возобновлялась. Это был первый в своем роде прецедент слияния двух международных компаний, по которым велся трейдинг фьючерсами на акции. С началом торговли 9 ноября только что слившейся компании, USF на Sonera были изъяты из котировок.

ВЫПУСК РАЙТОВ

Британская страховая компания Legal & General Group Plc (LGEN) объявила о намерении осуществить выпуск

райтов 18 сентября 2002 года. Акционеры получили право на приобретение 13 новых обыкновенных акций LGEN номиналом 2.5 пенса, по цене 60 пенсов за акцию, за каждые 50 обыкновенных акций, находящихся в их владении. Компания также отметила, что новые акции, выпускаемые в рамках райтов, будут иметь право на промежуточный дивиденд, выплата которого должна была состояться 1 октября 2002 года. Для определения корректировки использовался пропорциональный коэффициент, который был рассчитан на основе цен закрытия 2.5-пенсовых акций LGEN на 26 сентября 2002 года, четверг, цены выпуска райтов, и исключив промежуточный дивиденд в 1.67 пенсов за акцию. Это было сделано в связи с тем, что дата «исключая дивиденд» состоялась 11 сентября, до объявления о выпуске райтов. Пропорциональный коэффициент был рассчитан следующим образом:

$$\text{Коэффициент} = \frac{(50 \times \text{стоимость акции LGEN, включая событие}) + (13 \times 60 \text{ пенсов})}{63 \times \text{стоимость акции LGEN, включая событие}}$$

На 26 сентября 2002 года, в четверг, цена закрытия по акциям LGEN составила 100.5 пенса, и, как следствие, был использован пропорциональный коэффициент 0.9168 для определения поправок в контракты. Таким образом, вступив в действие 27 сентября 2002 года, в пятницу, размер лота существующих поставочных месяцев контрактов USF на LGEN составил 1091 акций. Подробности зачетных цен на фьючерсы по контрактам USF на LGEN на 26 сентября 2002 года, четверг, и результирующие стандартные цены на фьючерсы, с учетом расчета вариационной маржи, показаны для 27 сентября 2002 года, на пятницу, в Таблице 4.7.

Таблица 4.7

Месяц поставки	Зачетная цена фьючерса, 26 сентября 2002, четверг	Стандартная цена фьючерса, 27 сентября 2002, пятница
Октябрь 2002 года	102 50	94 00
Ноябрь 2002 года	102 50	94 00
Декабрь 2002 года	103 50	95 00
Март 2002 года	104 50	96 00

Начиная с 27 сентября 2002 года и далее, для трейдинга обыкновенными 2.5-пенсовыми акциями LGEN были введены дополнительные месяцы поставки USF при стандартном размере лота в 1000 акций. Кстати, трейдерам необходимо помнить об этом при осуществлении спред-трейдинга, естественно, как при короткой, так и длинной позиции в 1091 единицу за контракт против длинной (короткой) позиции в 1000 единиц в лоте, так как это грозит трейдеру рядом весьма неприятных последствий.

Zurich Financial Services AG

Компания Zurich Financial Services AG (ZURN) 14 октября 2002 года сообщила об эмиссии райтов. Акционеры получали право на приобретение двух новых обыкновенных акций ZURN, номинированных в швейцарских франках (CHF), по 65 франков за акцию, за каждые три обычные акции ZURN, номинированных во франках и находящихся в их владении. Трейдинг акциями ZURN, не включая райтов (ex-rights), начался 17 октября 2002 года, в четверг. Был применен старый добрый пропорциональный метод, а корректировочный коэффициент был рассчитан с использованием официальной цены закрытия на обыкновенные акции ZURN,

номинированные во франках на 16 октября 2002 года, в среду. Цена эмиссии райтов была рассчитана по формуле:

$$\text{Коэффициент} = \frac{(3 \times \text{стоимость акции ZURN, включая событие}) + (2 \times \text{CHF65})}{5 \times \text{стоимость акции ZURN, включая событие}}$$

Цена акции ZURN на закрытии торговой сессии 16 октября 2002 года, в среду, составила 157 швейцарских франков и, как следствие, был использован пропорциональный коэффициент 0.7656 для определения корректировки контракта. Таким образом, начиная с 17 октября 2002 года, в четверг, размер лота существующих месяцев поставки USF на ZURN составил 131 акцию. В Таблице 4.8 приведены подробности зачетных цен на фьючерсные контракты USF на ZURN на 16 октября 2002 года, среду, а также результирующие стандартные цены с учетом вариационной маржи на 17 октября 2002 года, четверг.

Как всегда, для трейдинга обыкновенными акциями ZURN номиналом 10 франков 17 октября 2002 года, в четверг, были введены дополнительные месяцы поставки по контрактам USF, при стандартном размере контракта в 100 акций.

Таблица 4.8

Месяц поставки	Зачетная цена фьючерса, 16 октября 2002, среда	Стандартная цена фьючерса, 17 октября 2002, четверг
Октябрь 2002 года	CHF 163.3	CHF 125.0
Ноябрь 2002 года	CHF 163.3	CHF 125.0
Декабрь 2002 года	CHF 163.4	CHF 125.1
Март 2002 года	CHF 163.7	CHF 125.3

Citigroup Inc.**Предлагаемое распределение акций Travelers Property Casualty Corporation среди акционеров Citigroup Inc.**

О распределении акций Travelers Property Casualty Corporation (TPC) среди акционеров Citigroup Inc. (CIT) было объявлено 19 августа 2002 года. По изначальным условиям распределения, акционеры CIT получили 0.0430422 обычных акций TPC класса «А» и 0.0884326 обычных акций TPC класса «Б» за каждую имеющуюся акцию CIT. Дата «после распределения» была назначена на 21 августа 2002 года, в среду.

Пропорциональный коэффициент был рассчитан с использованием цены с учетом распределения на акции CIT, стоимости, определяемой биржей на основе цены акций CIT до расчетного времени контрактов USF на CIT на 20 августа 2002 года, вторник и цены акций TPC, класса «А» и класса «Б», «после выпуска», 20 августа 2002 года, во вторник, на данное время.

Корректировочный коэффициент для универсальных фьючерсных контрактов USF на CIT был, таким образом, рассчитан следующим образом на основе коэффициента распределения:

$$\text{Коэффициент} = \frac{C - (0.0430422 \times A) - (0.0884326 \times B)}{C}$$

где A = цена акции TPC, класса «А»

B = цена акции TPC, класса «Б»

C = цена акции CIT, с учетом события

Однако, влед за этим, 20 августа Citibank объявил о несколько скорректированном коэффициенте распределения райтов: сочетание 0.0432043 обычных акций ТРС класса «А» и 0.0887656 обычных акций ТРС класса «Б» в обмен на каждую обыкновенную акцию СІТ. Вследствие данного пересмотра, корректировочный коэффициент для USF контрактов на СІТ был в конечном итоге рассчитан как:

$$\text{Коэффициент} = \frac{C - (0.0432043 \times A) - (0.0887656 \times B)}{C}$$

Изменения в контракт были внесены путем применения пропорционального метода на основе кумулятивного распределения цены акции СІТ до расчетного времени по контрактам USF на СІТ 20 августа 2002 года, во вторник, и цены «после выпуска» на акции ТРС класса «А» и класса «Б», действующей на данное время.

Цены на акции ТРС класса «А» и класса «Б» «на момент выпуска (события)», были использованы для определения корректировочного коэффициента и составили \$16.95 и \$18.66, соответственно.

Цена на акцию СІТ с учетом распределения была использована для определения поправочного коэффициента и составила \$35.60. Как следствие, коэффициент 0.9329 был использован для определения поправок к контракту.

В Таблице 4.9 приводятся подробности зачетных цен на фьючерсы USF на СІТ от 20 августа 2002 года, вторник, а также результирующие стандартные цены с учетом вариационной маржи на 21 августа 2002 года, в среду.

Таблица 4.9

Месяц поставки	Зачетная цена фьючерса, 20 августа 2002, вторник	Стандартная цена фьючерса, 21 октября 2002, среда
Сентябрь 2002 года	\$35.67	\$33.28
Октябрь 2002 года	\$35.72	\$33.32
Ноябрь 2002 года	\$35.71	\$33.31
Декабрь 2002 года	\$35.71	\$33.31

Аналогично, трейдерам необходимо быть внимательными в отношении подобных контрактных корректировок, поскольку компании имеют свойство менять свое мнение, и подобные корректировки в контрактах могут губительно влиять на ваше финансовое здоровье.

УВЕЛИЧЕНИЕ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА

Когда 24 марта 2003 года, в понедельник, France Telecom объявила об увеличении акционерного капитала, возникла любопытная ситуация. Целью выпуска основных райтов было увеличение акционерного капитала на 16 миллионов долларов в форме открытой эмиссии варрантов для существующих акционеров. Это был крупнейший выпуск райтов, когда-либо имевший место в Европе. Каждый акционер получил по одному варранту на каждую акцию, имевшуюся у него в наличии на 24 марта 2003 года, в понедельник. Исполнение варрантов было возможным с 25 марта 2003 года, во вторник, до 4 апреля 2003 года, в пятницу, включительно, и давало право каждому из акционеров на получение 19 новых обычных акций France Telecom номиналом €4, по подписной цене в €14.50 на каждые 20 варрантов. (Для сравнения, 24 марта цена закрытия на основные акции составляла €20).

Трейдинг по самим варрантам велся в системе Premier Marché, Euronext Paris с 25 марта 2003 года по 4 апреля 2003 года, по акциям France Telecom – «исключая событие», с 25 марта 2003 года, во вторник.

Для проведения корректировки использовался пропорциональный метод. Коэффициент коррекции был рассчитан с использованием официальной цены закрытия по обычным акциям France Telecom номиналом €4, на 24 марта 2003 года, понедельник, и подписной цены по следующей формуле:

$$\text{Коэффициент} = \frac{(20 \times \text{стоимость акций France Telecom, с учетом события}) + (19 \times 14,50)}{39 \times \text{цена акций France Telecom с учетом события}}$$

Стандартная цена USF на France Telecom для вариационной маржи была рассчитана 25 марта 2003 года, во вторник, путем умножения расчетной цены France Telecom USF на данный коэффициент 24 марта 2003 года, в понедельник. Размер лота существующих месяцев поставки для USF на France Telecom был скорректирован с использованием обратно пропорционального коэффициента. Цена закрытия на акции France Telecom 24 марта 2003 года, в понедельник, составила €20 и, как следствие, использованный коэффициент для определения контрактных корректировок, составил 0.86602. Начиная с 25 марта 2003 года, вторника, размер контракта существующих USF на France Telecom составил 115 акций за лот.

Подробности расчетных цен на фьючерсные контракты France Telecom на 24 марта 2003 года в понедельник и результирующих стандартных цен на фьючерсы, с учетом вариационной маржи, были следующими:

Месяц поставки	Зачетная цена фьючерсов, 24 марта 2003 понедельник	Стандартная цена фьючерсов 25 марта 2003, вторник
Март 2003 года	19 54	16 92
Апрель 2003 года	19 59	16 97
Май 2003 года	19 63	17 00
Июнь 2003 года	19 46	16 85

На вариационную маржу также повлияло данное корпоративное событие. Зачетные цены на контракты USF на France Telecom, определенные таким образом, отражали результаты торгов от 24 марта 2003 года обычными акциями France Telecom номиналом €4 с учетом события. Ежедневные расчетные цены, определенные 25 марта 2003 года и далее, отражали трейдинг обычными акциями France Telecom номиналом €4, «после события». Вариационная маржа, рассчитанная к закрытию рабочей сессии 25 марта 2003 года, во вторник, отражала отрыв цены контракта от скорректированной цены USF. Если бы трейдинг не состоялся, то использовалась бы стандартная цена. Как обычно, все новые контракты France Telecom, выпущенные после 25 марта 2003 года и далее, были приведены к стандартному размеру контракта в 100 акций.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Реструктуризация реестра – непреложный жизненный факт. Понимание основных жизненных концепций делает существование трейдеров гораздо менее напряженным, однако не стоит исключать и других перемен. В действительности, корпоративные анонсы могут иметь различный акцент, в зависимости от текущей фазы

рыночного цикла. Тем не менее, все объявления происходят, как правило, на весьма регулярной основе. Для бычьих рынков, поглощения и слияния могут быть более популярными, чем на медвежьей фазе снижения, когда впереди может маячить реструктуризация и сокращение цен. Выпуск райтов может быть популярен, независимо от ситуации на рынке, хотя вероятность их появления более высока при более высокой стоимости, что позволяет компаниям осуществлять эмиссию по той цене, которую они считают справедливой. Учитывая, что рынок SSF стал активно расти только с 2000 года, в условиях бурного роста интернет-компаний, полный цикл SSF рынков все еще должен быть завершен. Однако анализ реальных событий показывает присутствие озабоченности этими ключевыми проблемами практически в каждом корпоративном объявлении по мере того, как SSF развивается и становится глобальным инструментом трейдинга.

4

5

6

7

8

9

Глава 5. Кто использует фьючерсы на отдельную акцию

Научно доказанным результатом введения торговли фьючерсами является сокращение колебаний рынка и цен, по которым совершаются транзакции. Это способствует большей ликвидности и более активному участию людей в рынке. Поэтому могут возникать множественные стратегии, некоторые из которых невозможно предсказать.

Марк Ружевичинский (2002)

Наиболее интригующим аспектом создания рынка фьючерсов на отдельные акции (SSF) является тот факт, что биржевой рынок деривативов является уже насыщен, но SSF открывает для существующих игроков обширные возможности. И действительно, по мере роста ликвидности и притока на рынок инновационно мыслящих игроков, интересно проследить, как расширяется весь диапазон продуктов. В этой главе будут рассмотрены различные типы игроков и их подход к рынку SSF в процессе поиска более простых или прибыльных путей в жизни.

ЛИКВИДНОСТЬ КАК НЕОБХОДИМОСТЬ

Для того, чтобы перейти к операциям, нам как воздух нужна ликвидность. На момент написания этой книги рынок SSF в США был в состоянии младенчества. Наиболее успешными рынками SSF на тот момент были MEFF в Испании, NSE в Индии и Europext LIFFE. Тем не менее, крупных успехов не наблюдалось, хотя MEFF и была в последнее время наиболее успешной. Не имея под ногами солидной основы для ликвидности, младенцы SSF рискуют оказаться мертворожденными. Подходы американского, европейского и индийского рынков к повышению ликвидности имели относительные различия.

Одним из ключевых вопросов в развитии всех рынков фондовых фьючерсов было требование того, чтобы были участники с доступом как к наличным, так и фьючерсным рынкам. В случае фьючерсной биржи в Сиднее, например, имелся пул, созданный для обеспечения ликвидности, и его базисом были рынки бумаг с фиксированным доходом и денежные рынки. Однако, немногие участники имели доступ к Австралийской фондовой бирже, торгующей наличными акциями. Отсутствие взаимосвязей между рынками, несомненно, затормозило их развитие в течение 1990-х годов. По сути, участники рынка фондовых деривативов должны иметь доступ к базисному наличному рынку на тех же основаниях, что и другие игроки. Так, в 1980-х годах, функционировавшая в Лондоне междилерская система просмотра была доступна только зарегистрированным маркет-мейкерам наличного фондового рынка. Это давало компаниям, занимающимся как наличными операциями, так и опционами, потенциальное преимущество по сравнению с независимыми участниками, которые не всегда имели возможность доступа на

рынок акций на столь благоприятных условиях. Аналогично, пока SSF полностью игнорировался сообществом маркет-мейкеров, конкурентоспособность продукта в Австралии и на аналогичных рынках сильно тормозилась.

Сейчас, лучшие маркет-мейкеры фондового рынка имеют доступ к деривативам, хотя стоит с ужасом отметить, сколько много маркет-мейкеров наличного рынка полагаются на устаревшие процессы, не обращаясь к современным средствам ведения дел, столь необходимым фондовому инвестору. По этой причине рост рынка SSF должен стать хорошей новостью для всех инвесторов, даже если они никогда в нем непосредственно не участвовали.

На европейском рынке опционов на акции следует отметить ту интересную особенность, что некоторые из этих рынков гораздо более развиты в плане капитализации относительно наличных рынков, в сравнении с другими рынками. Например, в Париже и Амстердаме целый ряд, преданных идее маркет-мейкеров, один за другим являли миру свои таланты.

Однако проблема ликвидности состоит не только в наличии источников ликвидности, нужны и конечные ее потребители. В связи с этим, интересно отметить масштаб развития, уже достигнутый рынками SSF. Размеры контракта позволяют участвовать в рынке розничным инвесторам, но по всей видимости, трейдеры SSF являются в основном профессиональными и институциональными. Остается открытым вопрос о том, поддержит ли розничный сегмент рынок SSF или нет. Существуют несомненные преимущества, связанные с возможностями кредита и, как можно полагать, с сопутствующими этому опасностями, но при прочих равных условиях продукт весьма гибок, а это должно понравиться розничному пользователю. И все же, должно пройти время,

прежде чем SSF получит широкую поддержку среди многочисленных розничных инвесторов. В целом, число розничных трейдеров фьючерсами не поддается учету, хотя, возможно, во всем мире их менее 500 тысяч. По-видимому, торговцев опционами во много раз больше, но число активных игроков превышает число активных торговцев фьючерсами не более, чем в 2-3 раза. В любом случае, вероятнее всего, понадобится год или два, чтобы розничные инвесторы смогли начать оказывать серьезное влияние на рынок SSF. С учетом вышесказанного и при условии достаточной ликвидности, розничные инвесторы, ранее участвовавшие в рынке, найдут инновационные способы участия в трейдинге SSF и максимизации выручки с операций.

Нет сомнения в том, что ключевым вопросом участия для розничных инвесторов являются не только спекулятивные возможности, предоставляемые SSF, но и значительные шансы на хеджирование и действительную модификацию портфельной доходности в краткосрочной перспективе, без необходимости действительной продажи большей части позиций.

ХЕДЖИНГ

В терминах простой хеджинговой процедуры все пользовательские группы имеют равные возможности в использовании SSF.

Интерполированный хеджинг

Интерполированный хеджинг – это стратегия, которую инвесторы (или фонды) могут применять при желании инвестиций тех средств, которые ими еще не получены.

полностью. К примеру, пенсионный фонд может знать, что в течение месяца получит от нового клиента некую сумму, например, миллион долларов. И тогда он использует наличные со своего текущего счета, чтобы инвестировать их в SSF, и тем самым, вложиться в наиболее активные акции с маржей до того, как он реально получит деньги. Аналогичным образом, частный инвестор может использовать SSF до наступления момента, когда станет известно о новом поступлении средств на его инвестиционный счет (например, выплаты бонуса или средств от продажи собственности, расчет по которой должен произойти в течение месяца и более). Таким образом, в случае интерполированного хеджирования SSF является идеальным способом начала работы на рынке до того, как инвестор получил все необходимые для этого деньги. Как только деньги получены, в целях устранения риска инвестор может одновременно закрыть свою SSF позицию и приобрести акции, обычно, в рамках единой транзакции, которая может быть проведена на большинстве электронных платформ.

Классическое хеджирование

Нашим предметом в данном разделе является классическое хеджирование, призванное покрывать риск от снижения цен. Инвестор может воспользоваться им в любой из возможных форм, и действительно, частные инвесторы могут экономически эффективно применять эту процедуру к большей части контрактов SSF, являющихся для них относительно доступными. Применяя хеджирующие стратегии, как фонды, так и инвесторы, могут защититься от риска падения цен. Продажа SSF является наиболее простым способом покрыть риск от владения акциями или серией акций. Естественно, это относится к прямому хеджированию в форме портфеля, содержащего, к примеру, акции «Майкрософта», когда

портфельный менеджер продает фьючерсы против наличной позиции в целях нейтрализации рыночной тенденции. Это может продолжаться очень короткий период времени или в случае возникновения какого-либо события, которое, по мнению менеджера, может неблагоприятно отразиться на его акциях. Понятно, что менеджер может «недохеджировать» свои авуары, что увеличивает возможности для получения прибыли но оставляет незащищенным от риска снижения цен вместо того, чтобы прибегнуть к чистому хеджированию, сводящему на нет весь риск и возможные финансовые плюсы. Аналогично, если менеджер фонда изъявляет желание "закоротить" в краткосрочной перспективе существенную часть портфеля, он может сделать выбор в пользу продажи большего объема фьючерсов, чем присутствует бумаг в его портфеле, и возникнет чистый портфельный риск продажи без покрытия даже при наличии большого подлежащего обеспечения. Положительная сторона SSF в том, что даже если менеджеры обладают большими пакетами акций, от которых они хотели бы избавиться в ходе формирования основы портфеля, всегда есть возможность хеджироваться против этих владений, применяя SSF просто, недорого и эффективно.

Маркет-мейкеры

Возвращаясь к дискуссии о ликвидности, мы обнаруживаем интересный вопрос, связанный с процессом формирования рынка (маркет-мейкерства). Естественно, методы формирования рынка многочисленны и разнообразны. Самой простой формой формирования рынка является определение "уровня" и формирование цены, способствующей эффективным колебаниям стоимости. Другими словами, если маркет-мейкер имеет бид по 38 и оффер (аск) по 40, то «рыночная стоимость»

воспринимается на уровне 39. Маркет-мейкер надеется купить по 38 или продать по 40 с небольшой прибылью.

Конечно, в определенной степени природа формирования рынка зависит от того, как функционирует сама система, и насколько привилегированным является положение игрока в рыночной среде.

Тем не менее, маркет-мейкеры рынка с доступом к базисному наличному рынку, могут обеспечить совершенно новое измерение в его формировании. В самом деле, когда речь идет о маркет-мейкере фондовых продуктов, все мы обладаем единым представлением о нем, как о классическом джоббере, покупающем по низкой цене, продающем по высокой и эксплуатирующем спрэд, будь то чистые финансовые операции на открытых рынках или привилегированный доступ к операциям взаимозачета, что имеет место на многих биржах.

В случае SSF несомненно очевидно, что очень многие рынки создаются благодаря участию местного капитала, а потому упорно стремятся повысить свою ликвидность, все время при этом неся на себе существенный риск. Но в реальности существует сплоченная группа маркет-мейкеров, тайно практикующих закамуфлированные сделки «репо».

«Репо» означает обратную посылку. Изначально это было процессом, присущим рынку облигаций, когда держатель облигации мог осуществить продажу на спот-рынке и одновременно выкупить ту же облигацию в будущую дату и по предварительно оговоренной цене. В сущности, все соглашения о повторном выкупе работают по одному принципу. В определенных обстоятельствах, сделки «репо» на фондовом рынке становятся все более распространенным явлением.

Способность осуществлять короткие продажи акций может существенно различаться в зависимости от законодательства.

Американские и британские рынки отличаются простотой совершения операций, ситуация во Франции и Германии в целом также благоприятная. Испания догоняет Италию, которая, по всей видимости, наиболее неблагоприятна к заемщикам акций из всех европейских фондовых рынков. Тем не менее, в целом ряде европейских юрисдикций есть рынки, в которых сложно занимать акции в целях открытия коротких позиций. В таких случаях трейдер «репо» может легко вступить в игру и осуществить сделки, чтобы было бы сложно в иной ситуации.

В случае рынка акций, отрицательно настроенного к заимствованиям, маркет-мейкер будет, следовательно, оставаться по фьючерсам в long-позиции. (поскольку противоположной стороне хотелось бы иметь короткую фьючерс-позицию), и ему нужно быть в состоянии закоротить акции. Таким образом, создание эффективного рынка SSF, благоприятного для конечного потребителя, состоит в том, чтобы стремиться к формированию цены, соответствующей стоимости репо-трейдинга, тогда маркет-мейкер завершит сделку «репо», а конечный потребитель будет удовлетворен возможностью открытия короткой позиции.

Среди проблем, возникающих у short-продавцов на наличных рынках, есть и необходимость возможности доступа к наличному рынку, чтобы иметь возможность быстро продавать в короткую. Нахождение пакетов акций, доступных для заимствования, может быть проблематичным. Более того, акция, которая может быть заимствованной, может не быть в достаточной мере «устойчивой», (то есть, может быть отозвана до определенного трейдером периода удержания короткой позиции). Поэтому, включая плату за заимствование акций в цену, маркет-мейкер на основе сделок «репо» повышает ликвидность и испытывает гораздо меньший риск, чем основная часть игроков.

Аналогично, меньший риск при операциях на рынке несомненно благоприятней для конечных пользователей, так как они не столь выражено полагаются на относительно запутанный алгоритм/взаимосвязь, обеспечиваемый "собственными" маркет-мейкерами – в частности, там, где этот рынок фьючерсов на акции формируется одним или двумя людьми. Это не значит, что следует недооценивать способности маркет-мейкера, торгующего "для себя", однако модель «репо» показывает, что можно предпринять, чтобы предоставить маркет-мейкеру эффективно гарантированную прибыль, в то время как узкий спред между ценой продажи и покупки следует считать побочным следствием сбора за заем акций, включенного в цену.

Однако, маркет-мейкеры на основе сделок «репо» функционируют на, своего рода, сезонном рынке. Обычно, существуют два сезона, в течение которых маркет-мейкеры могут заниматься своим бизнесом без каких-либо неприятных сюрпризов. Но когда приходит время выплаты дивидендов, неожиданно в транзакции закрадывается некая степень неопределенности. Во-первых, ключевым моментом являются временные рамки выплаты дивиденда. Если он приходится на определенный месяц контракта, то это практически не оказывает особого воздействия на маркет-мейкера «репо». Когда же дата «после дивиденда» вдруг оказывается вблизи даты перехода (роловера) контрактов, то это может оказать существенное воздействие на степень относительной неопределенности маркет-мейкера «репо», включаемую в простую модель сбора за заимствование акций. Во-вторых, критичен и размер дивиденда. Поэтому на протяжении периода выплаты дивидендов, игроку «репо» приходится испытывать сильные сомнения и неопределенность. В некоторых смыслах, близость к миру акций может весьма благоприятно сказаться на предсказании даты «после дивиденда» и получении более точных данных о его

размере. Иными словами, компания, обладающая существенным влиянием на местном рынке, может, с большей точностью оценить дату и размер дивидендов.

Интригующим аспектом все еще зарождающегося международного трейдинга SSF является то, что он предоставляет трейдерам потрясающе простой доступ к продаже без покрытия акций на рынках, доступ к которым был традиционно затруднен, не говоря уже о возможности заимствования акций. Это стимулирует гибридные модели поддержания рынка, и действительно, все больше существует свидетельств в пользу того, что трейдеры создают собственные гибридные сделки. Например, в транзакциях с относительной ценой («парами») некоторые трейдеры довольствовались приобретением наличных акций на местном рынке, а на зарубежных, (или местных, где есть трудности с заимствованиями), стремились бы осуществлять сделки по короткой продаже фьючерсов.

SSF – это дешевое, простое и эффективное решение для многих аспектов фондового трейдинга, и неуклонно возрастает их способность к созданию нового измерения в радикально меняющейся системе торговли акциями. Чем более множественные и разнообразные применяются методы, тем уже спреды, и тем ликвиднее продукт. Это идет на пользу не только конечному пользователю фьючерсов по акциям, но и самим спекулянтам.

СПЕКУЛЯНТЫ

В США рынок SSF был зажат более высокой маржей, по сравнению с европейскими рынками, такими как биржи Euronext LIFFE и MEFF. Тем не менее, даже при огромных 20

процентах, американский спекулянт акциями получает новый уникальный инструмент проведения сделок на NQLX и OpeChicago. При марже на наличные акции в 50% возможности все еще существенны, тем более при 20%. Аналогично, отсутствие правила «плюс тик» на рынке SSF означает, что потенциальные продавцы на понижение легко могут вести свою игру, и не быть стесненными ожиданием повышения тика

Другим ключевым преимуществом перспективных медведей является то, что SSF не требуют никаких заимствований акций, что особенно важно, поскольку для некоторых очень больших корпораций это может быть затруднительно. Для продавцов в короткую заимствование акций может стать реальной проблемой. В случае SSF нет проблем ни с заимствованием акций, ни с тем, как долго вы собираетесь ими владеть. Это реальный стимул для спекулянта, потому что продажа подлежащей акции становится более ликвидной, а перспективные короткие позиции с меньшей вероятностью будут сжаты до запредельных уровней.

Несомненно, главной проблемой, (на разрешение которой потребуется определенное время), остается вопрос, согласятся ли многочисленные опционные трейдеры, работающие на аналогах опционной биржи в Чикаго, в целях относительно «дешевой» игры, перейти на рынок SSF. Более того, учитывая, что премии по SSF значительно меньше временной стоимости опционов, многие спекулянты могут предпочесть относительную простоту SSF в сравнении с риском большего или, по крайней мере, более зависимого от управленческих решений уменьшения временной стоимости опционов.

Тем не менее, не существует более экономически эффективных спекулятивных инструментов, чем

обыкновенные фьючерсы, и, учитывая относительно высокую маржу, применяемую в США, возможности для спекулянтов получаются весьма существенные. Понятно, что спекулятивные стратегии будут относительно простыми, будь то покупка или продажа в целях получения максимальной прибыли.

МЕНЕДЖЕРЫ ФОНДОВ

Нами уже было описано в общих чертах, как менеджеры фондов могут использовать стратегии хеджирования и интерполированного хеджирования в целях улучшения состояния своего портфеля. И тем не менее, сначала фондовые менеджеры могут не оценить ряд продуктов SSF из-за их относительной узости, поскольку в больших фондах обычно держат более 100 наименований акций. Однако, по мере увеличения ликвидности значительно повысилась и широта ассортимента с момента революционного запуска SSF биржами LIFFE и MEFF в 2000 году.

Стоит заметить, что у британских фондовых менеджеров, как и у частных инвесторов, также имеется потрясающее преимущество, потому что SSF помогают им сэкономить гербовый сбор. Следует иметь в виду, что гербовый сбор – это типично британский регрессивный налог на операции с акциями. (Хотя другие европейские и неевропейские страны применяют гербовый сбор к другим транзакциям, Британия – единственная в своем роде страна, применяющая его к купле-продаже акций. В то же время, на момент написания книги фондовые менеджеры Соединенного Королевства, как, впрочем, и управляющие хеджировочных фондов имеют то преимущество, что они могут

использовать контракты на разницу (CFD) на внебиржевом рынке (OTC) Это обеспечивает даже более низкую маржу, чем на европейских рынках SSF, а потому зачастую они более предпочтительны, чем SSF-позиции

Аналогично, если речь идет о тонкой балансировке наличных потоков в крупных фондовых портфелях, SSF могут принести пользу фондам, в случае постоянной необходимости выкупа ценных бумаг и прочей наличной корректировки Применяя законные положения SSF, наличный доход может быть максимально увеличен, а относительная ликвидность SSF позволяет трейдерам сворачивать операции на рынке по мере необходимости упорядочения своих позиций

Еще одной интересной проблемой, связанной с SSF, является то, как продукт изменяет ряд принципов управления портфелем, ставших основополагающими. Например, изменяя режим налогообложения выручки от займа ценных бумаг, законно применяя SSF в операциях «репо» в целях повышения прибыльности операций займа, чтобы это могло сказаться на прибыльности основного портфеля, а не быть просто статьей «прочих доходов».

В некотором смысле фондовые менеджеры недовольны SSF. Прежде всего, зачастую им кажется, что размер контракта слишком мал. Поэтому многие менеджеры фондов предпочитают более дешевые в обслуживании сделки с OTC-продуктами, такими как своп акций и CFD. Точно так же, институциональные менеджеры зачастую жалуются на относительную размытость цен, по которым могут быть выполнены ордера на изменчивых рынках фьючерсов, и предпочитают более однородное исполнение, характерное для продуктов OTC

Узконаправленные индексы, все более распространяющиеся в наши дни в качестве дочернего продукта SSF, имеют для фондовых менеджеров многие преимущества и могут быть весьма полезным методом канализации риска в условиях переоцененности (или недооцененности) одной или двух акций в секторе, по сравнению с другими акциями в нем. Индексация может приводить к образованию фондов, торгуемых биржевым методом (ETF – exchange traded funds), которые со временем превратятся в карликовые фонды с «пассивным управлением», а возможность применения к фьючерсам на базе индексов узкой базы, множества фьючерсных стратегий было бы превосходным начинанием. Оно бы помогло фондовым менеджерам модифицировать свои портфели и получить желаемый уровень риска более простым путем, нежели бесконечно работая над улучшением уровня «альфа» показателей по акциям.

В то же время, некоторые фондовые менеджеры уже задают вопросы по поводу SSF, так как традиционно они получали доход от размещения пакетов акций в заём и получали тем самым от своих владений дополнительный доход. Во многих смыслах, это последний бастион оппозиции SSF, который трудно будет сломить быстро, хотя в конечном итоге SSF допускают более жестко связанные акции (или другие виды ценных бумаг, для которых операции передачи в заём затруднены по той или иной причине). Повышение прозрачности фондового рынка должно сыграть в пользу повышения его капитализации. Несомненно, спекулятивная мания будет возникать снова и снова, и массовая психология останется основным свойством торговой Игры, независимо от того, что происходит на рынках деривативов и самих наличных продуктов.

ХЕДЖИНГОВЫЕ ФОНДЫ

Управляющие хедж-фондами несколько отличаются от обычных фондовых управляющих, а потому SSF является для них идеальным инструментом. И все же, существуют потенциальные препятствия к тому, чтобы они использовали SSF в широком масштабе. Во-первых, управление многими хеджинговыми фондами ведется по очень радикальным схемам кредитного рычага, и потому многие из них изначально не хотели выходить на американский рынок SSF при марже в 20%. Даже в Европе фонды не стремились использовать SSF и при более низких значениях маржи (7.5-10%), поскольку могли добиться схожих позиций на рынке OTC. Там бы им вовсе не пришлось вносить маржу за фондовый своп, в то время как для квалифицированных организаций маржа на рынках CFD составляет определенную долю даже от маржи уже существующих европейских рынков SSF. Тем не менее, возможность недорогого создания пар сделок с многократным плечом посредством SSF является несомненным преимуществом для тех, кто стремится к целям, наиболее близко соответствующим моделям хеджинговых фондов. (Основателем хеджингового направления считается Альфред Винслоу Джоунс (Alfred Winslow Jones), предложивший баланс «длинных» и «коротких» позиций, хеджированных с точки зрения влияния сделок, относительно выходящих из общего ряда). Законное использование индексов узкой базы и SSF создает возможности, которые, усилиями инновационно мыслящего фондового менеджера могут привести к поразительным результатам.

Одним из примечательных аспектов SSF является простота администрирования. Они не требуют услуг депозитария, и весь процесс администрирования, клиринга и

расчетов происходит в реальном времени. В конечном итоге, как будет показано в следующем разделе, перенос риска является ключевым моментом для всех финансовых рынков, и в этом смысле преимущества Центрального процессинга контрагентов (ЦПК), помноженные на прозрачность сделок с SSF являются огромным преимуществом для данного продукта в будущем.

ПЕРЕНОС РИСКА

Несмотря на все эти смачные спекуляции на финансовых рынках, проблема переноса рисков, конечно, уже долгое время находится в фокусе бизнеса производных инструментов. Последнее время, различные новшества (типа Базеля 2 и набора национальных регулирующих измерителей) последовательно пытаются вытолкнуть торговлю с внебиржевого рынка на биржевой. Руководящие принципы ЕС для Коллективных инвестиций в обращаемые ценные бумаги (Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)) постоянно усиливаются в целях контролирования риска на небиржевых инструментах пенсионными фондами, объединенными трастами и взаимными фондами инвесторов. Учитывая, что проблема удовлетворения пенсионных обязательств для инвесторов остается основной для правительств всех главных мировых экономик, вопрос обеспечения честности в инвестициях, сходным образом, станет все более и более важным в течение этого десятилетия.

Конечно, общий вопрос о том, каков достаточный баланс в терминах риск-менеджмента для внебиржевых продуктов, остается одной из самых эмоциональных проблем финансовых рынков. Банки хотят сохранить рынок "только для взрослых" для их собственных деловых отношений, и действительно,

трудно оспаривать возможность взрослыми учреждениями делать их бизнес в частном порядке... хотя учитывая, что взрослые члены клуба включали подобных Банку Баррингс, ВССИ, и т.д. каждый вовлеченный ребенок, будет обеспокоен риском контрагента, даже если он всего лишь розничный банковский клиент! Тогда, как заметил бы мудрый народ, в то время, как подобные хеджевому фонду LTCM, угрожали прорвать дыру во всемирных банковских бухгалтерских балансах при своем развале, то по сравнению, крушение Банка Баррингс (по общему признанию, менее дорогое) через сделки на бирже – это только рябь на финансовых рынках, благодаря недосгаткам Ника Лисона, являвшихся полностью биржевыми и поэтому клирингованными в механизме Центрального процессинга контрагентов (ЦПК).

Возможно одна из более интересных проблем заключается в том, какие измерители используются для ограничения рисков контрагентов по портфелям, таким образом, что только 5-10% активов в любой персональной пенсионной схеме держатся одним из контрагентов. Аналогично, руководящие принципы обеспокоены широким риском, который затрагивает любые активы, например, облигации, варранты и наличные акции отдельной конкретной компании. Однако, эта проблема риска контрагента, ставшая наиболее значимой для небиржевых рынков производных инструментов, возможно, принесет пользу SSF. Проблема с контрактами на разницу (CFD), например, является ключевой, поскольку менеджеры пенсионных фондов могут нуждаться в разделении своих активов среди нескольких менеджеров, принимая во внимание, что они могут действовать более гибко через биржи и клиринговые дома для SSF. Естественно, явная логистика удержания множества CFD позиций у различных

брокеров может быть раздражительной для пенсионных фондов, возможно, приводя к большей биржевой торговле. В то время, как, в частности, SSF позиции могут быть, на самом деле, исполнены через любого брокера на бирже, такой как LIFFE, для исполнения CFD требуется только тот брокер, который их открывал.

По правде, полное воздействие руководящих принципов UCITS не будет затрагивать обычных владельцев счета в CFD, но в целом, такие шаги подтолкнут ликвидность на биржи, если институционалы найдут более экономичным действовать через эти рынки.

Экономические преимущества торговли ведущими SSF, несомненно, приведут к выигрышу у внебиржевых поставщиков. Однако, гибкость CFD в обеспечении доступа к более широкому диапазону акций, ещё не внесенных в листинг бирж останется.

Другой вопрос в полной проблеме перемещения риска конечно неразрывно связан с ЦПК. Однако, регуляторы начинают теперь напрягаться, и в этом отношении менеджеры пенсионных фондов и опекуны могут оказаться в опасности, если они допустят оплошность. Например, движение за ответственность опекунов за тщательное исследование каждого контрагента в портфеле пенсионного фонда, получает все большее развитие, особенно, в Европе. В этом отношении, преимущества ЦКП стали, внезапно, более прозрачными для опекунов, которые не хотят нести риск поиска возможного устойчивого контрагента. Таким образом, снова проявляется преимущество SSF перед их кузенами внебиржевого рынка.

В целом, поскольку большее количество инструкций, вероятно, поощрит использование бирж по различным причинам, будет разумно предположить, что это будет к

преимуществу всех инвесторов, ищущих нормальную передачу риска, хеджирование и спекулятивные возможности на рынках акций через SSF.

ГИБРИДНОЕ МАРКЕТ-МЕЙКЕРСТВО

Ранее мы говорили о том, как SSF способствуют формированию рынка всех финансовых продуктов, и действительно, фундаментальная взаимосвязь между финансовыми продуктами означает, что благодаря присутствию разнообразных инструментов возможности превосходят риски. Аналогично можно допустить, что это же допускает большее число комбинаций в рыночной игре. Например, эффективность игры только на наличном рынке акций может быть существенно повышена и скреплена допуском SSF в качестве противовеса.

Аналогично, существует масса преимуществ в использовании фьючерсов в целях формирования рынков, даже в качестве замены наличных в сделках по опционам с денежным зачетом. Возьмем, к примеру, создание позиции с опционами, имеющую по сути чистую длинную направленность (положительную дельту). Чтобы осуществить дельта-хеджирование и устранить всевозможные уклоны в сторону с тем, чтобы торговать только чистой волатильностью, маркет-мейкер должен быть по акциям в короткой позиции. Обычно это сопряжено с заимствованием акций в целях обеспечения короткой позиции против большей части позиции опционов. С другой стороны, при таких операциях остается возможность использования SSF как заменителя наличных акций в таком маркет-мейкерстве. Естественно, если SSF продать так же легко, как и купить, то

это сильно облегчает жизнь игроку и устраняет любую возможность противоречий. (связанную, к примеру, с правилом «плюс тик») Однако, это приводит нас в мир потрясающих возможностей, находящихся, впрочем, за пределами рассмотрения этой книги, так как невозможно рассмотреть все сложные ситуации. Для маркет-мейкеров это возможность формирования «справедливой стоимости» с применением разнообразных инструментов хеджирования, будь то наличные или фьючерсы, а для других участников – возможность арбитража с позиций различия в их цене. Естественно, что арбитраж только повышает ликвидность, а она нужна всем и каждому в плане сбыта своего продукта.

На различных рынках существуют, к примеру, индексные опционы с денежным зачетом, цены по которым традиционно устанавливаются вслед за фьючерсами, а потому диспаритет цен бесконечно мал. Более широкое использование SSF как средства хеджирования опционов на подлежащие акции с поставкой или денежным зачетом, по всей видимости, создаст тот же эффект. Очевидно, тонкие аналитики данных форм арбитража будут, ко всему прочему, стремиться к разделению и модификации узких индексов, чтобы формировать свои собственные, добавляя одни акции или удаляя ключевые акции, продавая SSF против своих основных, базирующихся на узких индексах, владений. Аналогично, мы ожидаем, что SSF будут играть большую роль не только в трейдинге опционами на акции на уровне маркет-мейкеров, но и, будем надеяться, будут использованы для снижения некоторых рисков на рынке варрантов.

Рынки деривативов постепенно взрослеют, и эти продукты могут помочь нам навести мосты между деривативами и конечными инвесторами.

Дэвид Гаррик (Diane Garrick) (2002)

НОВОЕ ОРУЖИЕ ДЛЯ ПРОГРАММНОГО ТРЕЙДИНГА

Программный трейдинг — это не только упоминаемые и часто используемые в современных финансовых документах программный трейдинг (сокращенно — «ПТ») и трейдинг на основе кризисного индекса фьючерса.

Финансовые рынки используют коэффициент (бета) для обозначения способности акций к индекс в целом. Комбинируя различные акции, индексные арбитражеры могут при этом тем самым, научиться искусством программной торговли. Программная торговля подразумевает наличие индекса и премии (или дисконта) на индекс.

В сущности, благодаря воздействию дивидендов и стоимости финансирования всегда существует относительное различие между индексным фьючерсом, (действие которого истекает за три или четыре число недель или месяцев), и наличным индексом, который в сущности отражает сегодняшнюю цену на акции. В то время как существует математическая формула оценки «справедливой стоимости» (воспринимаемое отношение равновесия между наличным индексом и индексным фьючерсом) действительности, реальный уровень справедливой стоимости редко достигает уровня на котором находится рынок, благодаря различным внешним влияниям к которым подвержены рынки. Когда уровень справедливой стоимости превышен на определенную величину (отсюда и характерные черты трейдера) в фьючерсе.

трейдинг с перспективой заработать прибыль по мере возвращения рынка к справедливому значению. Существуют две основные трейдинговые программы:

(1) Когда премия по индексному фьючерсу существенно превосходит справедливое значение: покупка наличных акций, продажа индексных фьючерсов (с целью увидеть снижение премии до справедливого значения).

(2) Когда премия по наличному индексу существенно ниже справедливого значения (по-видимому, в дисконте от наличного индекса): продажа наличных акций, покупка индексных фьючерсов.

Эти основные трейдинговые программы, известные как «индексный арбитраж», весьма просты в применении, однако их объем не превышает 10% от ежедневной деятельности по программному трейдингу.¹

Следует иметь в виду, что программный трейдинг составляет до 30% фондового бизнеса в США. Бизнес основан на множестве сделок со спредами, учитывающих взаимоотношения между наличными акциями и фьючерсами на индексы. С появлением SSF можно попытаться их использовать в интересах высокоточных стратегий индексного арбитража.

ИСЛАМ И ФИНАНСЫ

Особо интересным в SSF является тот момент, что они могут быть применены в финансовой сфере в соответствии с нормами ислама, (потому что наличные акции, выплачивающие

¹ Источник: HL Camp & Company, <http://www.programtrading.com/faq.htm>

дивиденды, противоречат нормам ислама, запрещающего ростовщичество). По сути, компонент чистой финансовой прибыли SSF делает их более привлекательными для тех, кто практикует нормы ислама в финансовой сфере, которые получают все большую популярность среди мусульман и немусульман Среднего Востока.

КРЕДИТОР ПО АКЦИЯМ

Выше нами упоминалось, что много учреждений передают акции в заём посредством специальных агентств с тем, чтобы позволять продавцам в короткую играть на понижение. Очевидно, что данный бизнес, без сомнения, будет затронут ростом бизнеса SSF. С учетом этого, для таких продуктов, как CFD, может остаться ниша, где их процветание продолжится, что мы от них и ожидаем.

CFD могут быть не столь прозрачными и ликвидными, как SSF, причем во многих смыслах, но они обладают большей гибкостью в плане предоставления доступа к акциям, слишком малым по объему эмиссии, чтобы попасть в листинг как SSF. Аналогично, для кредиторов по акциям может быть рынок в плане физической поставки по SSF, в виду того, что некоторым трейдерам будет необходимо покрыть свои обязательства по краткосрочной поставке, возможно, в рамках некой более комплексной стратегии.

ФОНДОВЫЕ БРОКЕРЫ

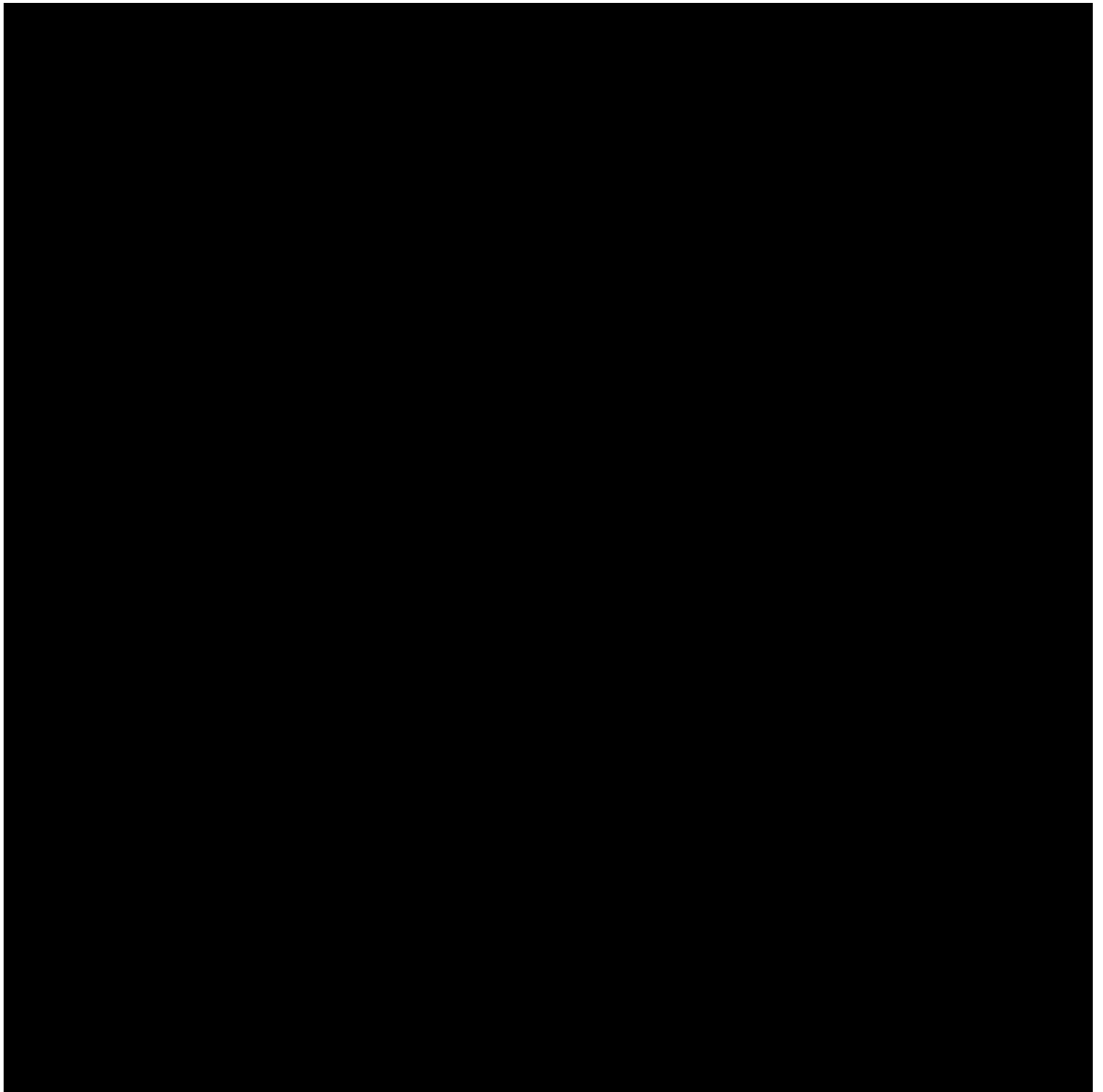
Здесь начинается большая тайна. Не будет преувеличением сказать, что фондовые брокеры – серьезная и почти не

подверженная веяниям времени братия. Однако, будут ли они вместе с SSF приспособляться к новой реальности или просто продолжат свое настойчивое предложение наличных продуктов? История (за последние 30 лет) показывает, что вряд ли они изменят стратегию, несмотря на столь явное преимущество, которое SSF имеют перед наличными фондовыми рынками. Тем не менее, мы ожидаем, что SSF останется инструментом, применяемым, в основном, брокерами, специалистами в области деривативов, несмотря на то, что получить эти преимущества могло бы гораздо большее число людей. К сожалению, отношение к трейдингу фьючерсами сохраняется примерно такое же, как к казино и, несомненно, в США еще предстоит провести большую работу по приведению фьючерсных контрактов в русло основных потоков финансовой активности. Аналогично, всегда задается вопрос о том, может ли рост SSF оставить брокеров без работы. В данном случае мы в этом сомневаемся. Действительно, по опыту всех фьючерсных контрактов прошлого становится очевидным, что запуск ликвидных фьючерсных контрактов повышает ликвидность подлежащего рынка и, тем самым, повышает объем наличного рынка в том числе. В таком случае, рост SSF должен стать абсолютным стимулом для брокеров, производящих операции с наличными акциями, даже если они предпочтут, (разочаровавшись), избегать данный продукт во многих случаях.

ПОБЕДИТЕЛИ И ПРОИГРАВШИЕ

Кроме кредиторов по акциям, трудно назвать кого-то еще, кто в сообществе фондового рынка останется в проигрыше. Брокеры смогут увеличить прибыль, управляющие хеджинговыми фондами и активные фондовые управляющие смогут множественным образом повысить рентабельность, а

частные инвесторы, желающие воспользоваться новым продуктом, смогут разнообразить свои возможности не только через дополнительные каналы, перенаправляющие риск, (хотя, конечно, продажа в короткую становится куда проще). Они получают гораздо более простые методы торговли парами и другими спредами, возможность чего открывают SSF. Маркет-мейкеры и создатели структурированных продуктов уже испытывают на себе потрясающие преимущества SSF, и эти преимущества должны стать постепенно доступными всем пользователям рынка. Поэтому SSF можно назвать беспрюиришным продуктом для всех, кто участвует в финансовых рынках. Понятно, что электронные торги по SSF даже в США могут привести к смене многих приоритетов и поставить на повестку дня определенные арбитражные диспропорции, управление которыми и устранение которых должны стать проще. Но, с учетом вероятной экспансии SSF, (с пары сотен базисных акций по всему миру до, наверное, 2000 акций и более за три-четыре года), могут быть более широкие возможности для дальнейшего арбитража как источника ликвидности для новых SSF-эмиссий. Очевидно, что биржам придется воздействовать на общественность в плане имиджа SSF и привлекать постоянных клиентов на регулярной основе. Не все SSF торгуются ежедневно, а некоторые привлекают к себе внимание на определенных циклических фазах, таких как сезонные результаты и так далее. Однако, в мире, где ресурсы пропускной способности ограничены, биржам придется тщательно выбирать акции для своих листингов, поскольку круг акций в обеспечение ликвидности ограничен, а листинг SSF будет в обозримом будущем ограничен тем более, пусть это ограничение и будет обозначено четырехзначным числом.



Глава 6. Маржа, клиринг и расчёты

МАРЖА

Маржа, безусловно, составляет ключевой аспект всей торговли деривативами. Как покупатель, так и продавец обязаны внести депозит (начальную маржу), для вхождения в позицию. При отслеживании рыночной позиции сохраняется непрерывный итог, который, наряду с другими типами вариационной маржи, гарантирует эффективное управление рисками посредством клиринговой палаты, которая устанавливает соответствие между операциями каждого покупателя и каждого продавца. Несомненно, имеются следующие преимущества для участвующих сторон:

- (a) фьючерсы являются экономически эффективным средством торговли на финансовых рынках;
- (b) спрэд-трейдеры и хеджеры могут использовать свои активы для ликвидации своих позиций в ходе неттинга (взаимозачета);

- (с) целостность клиринговой палаты означает, что риск для обеих сторон был эффективно искоренен

Конечно, торговля акциями ведется так же на основе маржи, особенно в США, и уже многие годы подряд. Инвесторы с соответствующим маржинальным счетом в настоящее время могут увеличивать свои позиции, внося на депозит до 50% от стоимости акции. По этой причине справедливо будет сказать, что маржа в процессе обращения наличных акций, по сравнению с фьючерсными позициями, была ключевым фактором в весьма длительных дебатах вокруг соглашения Шада–Джонсона (Shad–Johnson Accord), приведшего в конечном итоге к легитимизации в США опционов на отдельные акции, но признавшего незаконными фьючерсы на отдельные акции (SSF). В конце концов, осуществление регулирующих функций Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC) имеет долгую историю, и начало ее относится к 1929 году и последующему обвалу рынка. Вслед за тем последовал целый калейдоскоп законопроектов администрации президента Рузвельта, цель которых состояла в восстановлении доверия к финансовым учреждениям. Закон о ценных бумагах от 1933 года был призван способствовать дальнейшему раскрытию новых проблем в сфере ценных бумаг и отчетности эмитентов и инвестиционных банкиров. Законопроект Гласса–Стигалла (The Glass–Steagall Act), изданный в 1933 году, отделил инвестиционную банковскую деятельность от коммерческой банковской деятельности и ввел страхование депозитов. Законом о биржах ценных бумаг 1934 года была создана SEC. Одним из главных полномочий SEC в момент ее основания в 1934 году стал контроль за продажей в короткую и маржинальной торговлей. Перед обвалом создавалось впечатление, что уплачиваются очень низкие уровни маржи

по акциям, и после 1929 года процесс этот успешно был сведен на нет. Ныне закон устанавливает лимит маржи по акциям на уровне 50%.

Это очень интригующий момент, потому что маржи для большинства фьючерсных контрактов существенно ниже, чем по акциям. На рынках облигаций и денежном рынке маржа может составлять всего 3-5% основной стоимости контракта SEC и ее подопечный, наличный рынок акций, должны почувствовать себя не в своей тарелке в связи с перспективами SSF и столь низкими уровнями маржи.

Ключевой группой в сфере фьючерсов по акциям, до определенной степени естественным образом нерасположенной к данному продукту, являются организации, предоставляющие займы по акциям и маржинальное кредитование. Это неизменно крупные организации, с хорошим финансированием и высокой рентабельностью. На самом деле, кредитование акциями является небольшой индустрией, (небольшой, но вряд ли являющейся надомным производством). Стоимость ее составляет более 500 миллионов долларов в рамках NYSE/NASDAQ, и это только в 2001 году, в сопоставлении со всем рынком акций. Тем не менее, это очень доходный и влиятельный рынок как на Уолл-Стрит, так и в других финансовых центрах.

Наличная маржа по отдельным акциям установлена на уровне 50% для покупателей акций и 150% для продавцов акций. (То есть, продавцы не получают выручки, получаемой за проданные акции, и выплачивают 50% маржу против своей позиции). Если кто-то начнет умножать эти маржи даже на самую низкую процентную ставку, то неожиданно становится очевидным, насколько существенной является

комиссия только по кредитным операциям с акциями. Подобно индюшкам, которые воздерживаются от голосования на День благодарения или на Рождество, в зависимости от того, на каком из берегов Атлантического океана они родились, очевидно, что индустрия кредитных отношений в сфере акций вряд ли захочет расстаться со столь желанным потоком наличных денег, даже если на протяжении 2002 года Алану Гринспену захочется установить процентную ставку на уровне, примерно равном нулю.

Когда зашла речь о создании SSF, индустрия деривативов сплотилась вокруг совместной кампании за установку уровней маржи на максимально низком уровне. Изначально обсуждавшийся для США уровень составлял 25-30%. В финальном итоге, американский рынок SSF был запущен при минимальной изначальной марже в 20% для короткой и для длинной позиций. Это было явной и крупной победой индустрии фьючерсов, но даже при этом уровни маржи были просто головокружительны, в сравнении с уровнем порядка 7-8%, обычно наблюдаемом на европейских рынках SSF. Изначально LIFFE предполагала, что маржа будет установлена на уровне порядка 7.5-10%, как в первичных обсуждаемых документах. И хотя после коллапса интернет-компаний в 2001 и 2002 году рынок заштормило, Лондонская клиринговая палата (LCH) была в состоянии установить маржу примерно на этом уровне, (а может чуть ниже этого предположения). Конечно, в точных процентных отношениях маржа следует вслед за изменениями цены, и на самом деле, когда волатильность охватывает некоторые из акций, то маржа повышается. (Например, запросы вариационной маржи могут быть осуществлены в течение дня, когда рынок охвачен такой волатильностью). Таким

образом, в то время как большинство универсальных фьючерсов на акции (USF) на бирже LIFFE в конце 2002 года имели уровень маржи 7-8%, маржа по Swisscom была всего 41%, а маржа по куда более волатильному Ericsson составляла аж 58%. Можно сказать, что маржа всегда отражает степень риска по акции, основанной на относительно недавней ценовой истории.

Ясно, что данные уровни маржи являются наиболее низкими из когда-либо устанавливаемых, и большинство клиентов выплатили бы более высокую ставку. Клиринговая палата диктует минимальный уровень маржи, а потом уже сам брокер решает, какую маржу ему брать с клиента. На практике, во многих случаях клиенты выплачивают не менее чем двойную маржу, и это отражает относительный риск небольшого трейдера по сравнению с левиафанами финансов, такими как банки первого эшелона.¹ Действительно, самые серьезные вопросы в банках первого эшелона решаются за минимальную комиссию. И даже несмотря на такие инновации, как Базельские соглашения по адекватности банковского капитала и внебиржевому рынку (ОТС)², большие банки могут на равных торговать с другими крупными банками и не платить при этом ни цента маржи. Здесь ключевым фактором является наличие минимальной маржи. Банки стремятся максимально эффективно управлять своим капиталом, и потому левиредж их капиталов является

¹ Банками первого эшелона считаются те из них, которые составляют элитную категорию на Уолл-Стрит, а также глобально представленные на рынке инвестиций и розничных банковских операций.

² Это рынок «верхнего этажа», в сфере сложных товарных, денежных и фондовых продуктов, и его не стоит путать с внебиржевыми рынками ОТС по акциям, которые в последние десятилетия были испорчены в «кипящем котле обвинений»

жизненно важным вопросом их бизнес-модели. Если предлагаются два аналогичных продукта, но в одном случае за маржу в 20%, а в другом случае – за нулевую, то не нужно быть доктором наук, чтобы понять, какой из них предпочтет банкир. К примеру, в Соединенном Королевстве и в Европе очень низкие ставки маржи по контрактам на разницу способствуют тому, что разбирающиеся во внебиржевых операциях игроки, такие как хеджинговые фонды, совершают операции по акциям, где изначальная маржа составляет временами 1.5%.

Оставив в покое вопрос о том, насколько низкая (или нулевая) маржа более привлекательна для крупных учреждений, следует перейти к проблеме того, как происходит фрагментация процесса и как в результате финансовый рынок терпит ущерб. Как писал Патрик Янг в своей работе *Революция новых рынков капитала* (2003) – "во многих смыслах установившийся биржевой трейдинг – сущие пустяки по сравнению с его внебиржевым аналогом. Тот факт, что большая часть бизнеса в настоящее время совершается на внебиржевой площадке, имеет воздействие не только на ликвидность бирж, но и на все показатели прозрачности рынка". Аналогично, ключевую проблему составляет целостность рынка. Хотя это происходит редко, финансовые учреждения могут испытывать тяжелые времена, а история финансовых рынков полна случаев финансовых катастроф, после которых оказывались закрытыми или разрушенными многие финансовые империи. На внебиржевом рынке может возникнуть существенный оглушающий эффект. Коллапс хеджевого фонда LTCM в 1998 году имел феноменальное воздействие на все финансовые рынки. Там, где бизнес ведется на бирже, разница состоит в том, что риск оценивается клиринговой

палатой, обладающей куда более ясной картиной рынка в целом. По иронии судьбы, более высокая изначальная маржа может поставить под угрозу финансовую систему. Защищая бизнес по заимствованиям акций и устанавливая искусственно завышенные уровни маржи по SSF, можно прийти к тому, что учреждениям будет невыгодно вести трейдинг на биржах, снизится потенциальная ликвидность, повысится риск развития внебиржевой торговли, неуправляемой и неподотчетной. Высокая маржа, вопреки интуиции, способствует развитию большего системного риска. Едва ли это может быть продуманным ходом в эпоху, когда руководители всех центральных банков призывают к необходимости повышать прозрачность рисков...

В самом деле, создалось ощущение, что Федеральная резервная система и Министерство финансов США попытались оказать закулисное влияние на ставки маржи по SSF в США, чтобы они составили 20% по коротким и длинным позициям. История подобного рода специальных требований уходит к декабрю 2000 года, когда конгресс своими поправками (Законопроект о модернизации товарных фьючерсов) разрешил торговлю SSF и фьючерсными контрактами на основании узких индексов по акциям («фондовым индексам»). Данное законодательство, относящееся к юрисдикции двух организаций, SEC, органу, регулирующему фондовый рынок, и Комиссии по торговле товарными фьючерсами (CFTC) (см. стр. 43), призывает по-разному относиться к участникам рынка SSF в зависимости от собственного им режима маржи, клиринга и расчетов. Эти контракты эффективно и одновременно регулируются, и как фондовые продукты, и как фьючерсные, в зависимости от основной направленности вашего бизнеса. Поэтому те, кто занимается клиентскими счетами по фондовым фьючерсам,

должны регистрироваться в SEC как брокеры-дилеры, а кроме того, в CFTC как фьючерсные комиссионные торговцы (FCM, Futures commission merchant). И еще: с учетом серии основополагающих руководящих документов, принятых SEC и CFTC, брокер-дилер/FCM, торгующие фондовыми фьючерсами от имени клиентов, обязаны соответствовать специальным требованиям по марже в рамках этой специализации («маржинальные правила»).

Маржинальные правила были разработаны в рамках Постановления T Совета Федеральной резервной системы. (Он является основным регулирующим органом, устанавливающим требования по марже на акции, облигации, наличные сделки или фьючерсы). Применительно к SSF, Положение T отражает особые свойства фондовых фьючерсов. В результате, применимость маржинальных правил в ряде случаев различается, в зависимости от того, ведется ли трейдинг с фондового или с фьючерсного счета. Если ваш счет открыт у FCM, который подотчетен только CFTC, а торгуете вы на товарном и фьючерсном счете, то вряд ли вам удастся получить преимущества с помощью инструментов, регулируемых SEC. Однако, если ваш FCM регулируется обеими организациями, и вы желаете получить преимущество, то проведение всех операций по фондовому счету может быть лучшим ответом на ваш вопрос.

В плане практического применения в США, имеются следующие возможности сокращения маржи:

- Календарные спрэды. С учетом того факта, что календарный спрэд включает в себя покупку (продажу) ближайшего месяца и продажу (покупку) на еще один месяц вперед после экспирации первого, чистый риск операции на рынке существенно снижается. Он

фактически ограничен лишь той разницей, которая возникает между двумя ветвями позиции на день истечения ветви с ближайшим месяцем. Как только ветвь прекращает свое действие, позиция, в случае ее наличия, превращается в обычную длинную/короткую позицию, и по ней взимается соответствующая маржа. Однако, как спред, календарный спред означает начальную маржу для открытия позиции в 5%, применяемую к той ветви, представляющей большую цену, то есть, наибольшую маржу между длинным и коротким компонентами.

- «Воротник» (collar). Воротник подразумевает использование SSF и опционов. В сущности, держатель воротника имеет длинную позицию по SSF, длинный пут (с более низкой ценой исполнения) и длинный колл (с более высокой ценой исполнения) на одну и ту же ценную бумагу. Иначе говоря, позиция подразумевает «стрэнгл» опционов и длинный фьючерс. Минимальная маржа меньше, чем: (а) 10% совокупной цены исполнения опциона «пут» плюс совокупная стоимость опциона «пут», «без денег»; или (b) 20% совокупной цены исполнения опциона «колл» плюс совокупная стоимость колла «в деньгах».
- С учетом захеджированной позиции, в которой клиент находится либо в длинной, либо в короткой позиции по SSF и короткой или длинной позиции по базисной ценной бумаге, маржа составляет 5% от наибольшей рыночной стоимости. В сущности, в данном случае клиент лишь торгует премию, возникающую между текущей ценой акции и ценой ее фьючерса. Это существенно сокращает общий риск, аналогично, календарному спреду. Отсюда более низкая маржа.

Для позиций, ориентированных к рынку нейтрально и представляющих собой сочетание SSF и опционов по акциям, например, конверсии и обратные конверсии, минимальная маржа устанавливается на уровне 10% совокупной цены исполнения опционов плюс стоимость «в деньгах» короткого опциона. Как уже обсуждалось, конверсия представляет собой продажу «колл» опциона и покупку «пут» опциона по одной цене исполнения, а затем покупку SSF. Естественно, для данной сделки можно приобрести наличные акции вместо SSF. Обратное действие (обратная конверсия) включает в себя покупку опциона «колл» и продажу опциона «пут» по той же цене исполнения, и продажу фьючерса. Конечный результат сделки должен быть нейтральным как к рыночному тренду, так и к волатильности:

- Если вы держите длинную позицию по инструменту, конвертируемому в подлежащую ценную бумагу, (например, конвертируемые облигации), тогда эти ценные бумаги могут быть размещены в обеспечение залога клиринговой палате с тем, чтобы привлечь маржу против фьючерсной позиции SSF в размере 10% от рыночной оценки конвертируемой ценной бумаги.
- В случае узких индексов и дублирования фьючерсного индекса с применением SSF маржа сокращается. Иначе говоря, арбитражеры или спред-трейдеры, стремящиеся извлечь прибыль из взаимоотношений между индексными компонентами и индексом в целом, выплачивают только 5% стоимости позиции, оцененной более высоко (длинная или короткая ветвь). Естественно, SSF компоненты узкого индекса должны быть теми же акциями в точном соответствии индексу, против которого торгуется спред. (Аналогично, в случае образования спреда между фьючерсом на базе широкого индекса акций, вы можете использовать корзину узких

индексных фьючерсов в той же самой пропорции к подлежащему широкому индексу, чтобы использовать и этот спрэд. Минимальная начальная маржа для открытия позиции снова составляет 5% от текущей рыночной оценки корзины SSF.

Однако есть одна шероховатость: данные стратегии могут быть исполнены при повышенной марже в случае, если они находятся на фондовом счете, а не на фьючерсном. То есть, если они находятся в юрисдикции SEC, а не CFTC.

В то время как обсуждение уровней наличной маржи – это естественный процесс, на самом деле существует целый ряд инструментов, которые могут быть использованы в маржинальных счетах (ценнобумажных или фьючерсных). Положение T закрепляет список допустимых «маржинальных ценных бумаг», включающий в себя в основном фондовые ценные бумаги, торгуемые на общепризнанной бирже США или в системе NASDAQ. Также является допустимой и приемлемой для выплаты маржи любая долговая ценная бумага, а также отдельные формы внебиржевых и иностранных ценных бумаг, акции взаимных фондов и долговые ценные бумаги, конвертируемые в ценные бумаги, а также муниципальные долговые бумаги, включая бумаги правительства США.

Кстати сказать, сами по себе SSF не являются приемлемыми как закладные под маржу, но являются «свободными фондами», включающими нереализованную прибыль, которую можно было бы использовать как маржу. И все же, некоторые брокеры этого не допускают, хотя все снова зависит от вашего кредитного рейтинга: то, что доступно учреждениям, не всегда доступно частным инвесторам.

Так, аккредитивы были исключены из списка закладных документов на маржу в операциях с SSF. Принимаются акции

взаимных фондов денежного рынка, но только в случае наличия трехстороннего соглашения между брокером-дилером/FCM и управляющим фондом денежного рынка или его трансфертного агента, что позволяет оперативно осуществить выкуп его акций по необходимости. В сущности, ключевым правилом обеспечения под маржу является то, что клиринговые агенты и клиринговые палаты принимают любую ценную бумагу, которую можно оперативно конвертировать в наличные. В этом случае ценные бумаги на предъявителя, такие как векселя или облигации, являются очень популярными. Проблема с взаимными фондами денежного рынка состоит в том, что пока их акции не могут быть быстро проданы и без обращения к владельцу бумаг, клиринговый агент/палата несут риск, нуждающийся в покрытии. Например, в случае смерти держателя счета трансферт счета может быть затруднен, а если он или она попросту откажется санкционировать трансферт, то эффект будет состоять в переносе риска на клиринговую палату.

Рынок фьючерсов в основном работает по принципу начисления маржи на портфель на основе анализа рисков. Это известно под названием Стандартный Портфельный Анализ Риска (SPAN, Standard portfolio analysis of risk). В 1988 году CME была разработана и введена в обращение система SPAN для расчета требований по гарантиям выполнения контракта. SPAN стала первой гарантийной системой в индустрии фьючерсов, чьи требования основывались исключительно на общем портфельном риске. За годы с момента своего основания SPAN стала для индустрии стандартом, и теперь программа является официальным механизмом по гарантиям исполнения контрактов практически каждой официально действующей биржи фьючерсов и клиринговых организаций в США, а также многих организаций во всем мире. Целью SPAN является оценка общего риска в портфеле инструментов-деривативов,

таких как фьючерсы и опционы. Программу характеризует единый подход к фьючерсам и опционам, а также уникальный характер рисков, связанных с портфелями опционов. Кроме того, программа распознает соотношения риска между месяцами и между разновидностями товаров. Таким образом, она формирует целостное представление обо всем профиле рисков, которым себя подвергает клиент. Иначе говоря, она допускает, что клиент может иметь длинную позицию по облигациям и короткую – по векселям, так как профили их риска схожи.

Тем не менее, это неприменимо к SSF, и означает, что маржа по SSF будет взиматься независимо. Естественно, это должно гарантировать выплату более высокой маржи конечными пользователями, что должно положительно сказаться на управлении рисками, но при этом сказаться отрицательно на режим использования биржи и прозрачности операций в целом. Этого может оказаться недостаточно, чтобы отвлечь игроков от внебиржевого рынка CFD и фондовых свопов и пользоваться биржевыми продуктами, поскольку это таит в себе потерю преимущества по марже в контрактах SSF.

В то время, как американские рынки не применяют SPAN-оценку маржи по SSF, система применялась к USF на бирже LIFFE с момента ее запуска в январе 2001 года. Аналогичным образом, SPAN применяется на BVLP в Португалии, MEFF в Испании и NSE в Индии.

Маржа не является фиксированной, и каждая клиринговая палата принимает свои решения в отношении ставок маржи изолированно. Поэтому использование SPAN и других стандартных методов в целях оценки риска означает, что общие ставки маржи на биржах за пределами США находятся в районе 5-10%. Естественно, в связи с этим возникает любопытный

вопрос о том, станет ли маржа ключом к резкому повышению ликвидности. Естественно, с точки зрения внебиржевого рынка, как уже обсуждалось, низкая маржа является для внебиржевых игроков основным стимулом к тому, чтобы в долгосрочной перспективе рассмотреть разнообразные преимущества работы на бирже. Все участники рынка чувствительны к изменению цен, а в мире ограниченных ресурсов американские фьючерсы на отдельные акции все еще не рассматриваются трейдерами как инвестиционный класс. Они полагают, что их капитал может быть лучше размещен в инструментах с более низкой ценой. В конце концов, кажется странным, что процентная маржа по индексу акций, такому как S&P 500, составляет примерно 7%, в то время как маржа по узкому индексу составляет примерно 8%. Однако, чтобы купить SSF в США, являющиеся компонентом и узкого индекса, и широкого индекса, потребуется начальный маржинальный депозит в 20%! Во многих отношениях Америка является родиной капитализма и ведет за собой мировые финансовые рынки. Таким образом, развитие событий на американском рынке должно ознаменовать собой поворотный момент в развитии SSF как инструмента переноса риска и спекуляции. В ближайшие несколько лет, если продукт собирается достичь повсеместного распространения, вполне им заслуживаемого, понадобится определенный прогресс в области маржи. С другой стороны, если американский рынок сделает выбор против широкого принятия ставок маржи, что будет больше идти в русле мирового рынка деривативов, то возникнет ли перспектива зарубежной конкуренции с США на рынке их собственных продуктов? Несомненно, практика взимания налогов и прочих регуляторных ограничений на протяжении 1960-х годов помогла обеспечить Лондону свое положение финансового центра, и рынок еврооблигаций был эффективно передан Лондону из США, когда на него накинута свои сети

американские регулирующие органы. В случае SSF положение более неопределенное. С одной стороны, единственной неамериканской площадкой, предлагающей американские SSF, является LIFFE, и на момент написания книги листинг контрактов продолжался. Однако не будет большим сюрпризом, если он скоро прекратится. По всей видимости, произойдет это по «политическим» соображениям, в связи с партнерством Eurepext LIFFE с NASDAQ в области NQLX. Есть аргументы в пользу продолжения листинга, хотя бы потому, что вполне реально представить себе, как через некоторое время в будущем станут доступными контракты с денежным зачетом. Существует возможность того, что если американские ставки маржи будут упорно оставаться на высоком уровне, то NASDAQ и LIFFE могут последовать примеру шведской биржи OM¹ и предложить контракты повторно, через LIFFE Connect. В этом случае маршрутизация ордера будет происходить через NQLX к LIFFE Connect, пусть и через другой город. В целом, трудно себе представить, чтобы другие ведущие рынки SSF, биржи в Индии, Португалии и Испании, попытались проникнуть на рынок США. Однако не стоит сбрасывать со счетов попытку европейской биржи проникнуть на американский рынок, договорившись в будущем с другой биржей, так как им нечего будет терять.

¹ В 1980 году шведское правительство приняло решение о взимании налога с облигаций и фьючерсов шведского правительства, что принудило OM к созданию подчиненной ей биржи, OMLX (LX обозначает «Лондонская биржа»). Она была основана в Великобритании, и торговала теми же контрактами через OM в Стокгольме. Трейдеры имели право выбора на ведение бизнеса на бирже в Стокгольме и были обязаны либо выплачивать налоги, либо перенаправить свой бизнес в Лондон и избежать тем самым налогообложения. Вскоре шведское правительство было вынуждено отменить налог, поскольку он не приносил дохода и реально стал угрожать шведским финансовым рынкам, которые постепенно стали перебираться в Лондон.

Тем не менее, в случае, если развитие SSF затормозиться или появится такое ощущение, например, в связи с повышением ставок маржи, то в структуре рынка в ближайшие несколько лет появятся интересные горизонтальные проявления. Несомненно, они дадут о себе знать после 2003 года, если рынок не продемонстрирует оптимистических признаков роста.

КЛИРИНГ, РАСЧЕТЫ И ПОСТАВКА

Наличные, либо физическая поставка

На момент написания книги, биржа Euronext LIFFE котировала практически эксклюзивно, лишь USF-контракты с денежным зачетом, хотя она и рассматривала возможность включения физической поставки по всем акциям и по разным случаям, в том числе и до своего запуска в начале 2001 года. В конце ноября 2002 года Euronext LIFFE удалось заменить денежный зачет по четырем акциям скандинавских компаний их физической поставкой. Из-за спроса на самые ликвидные из них, акции Nokia OYJ, биржа также изменила условия поставки для остальных скандинавских акций, и так были созданы USF с физической поставкой. Это были фьючерсы на акции Danske Bank A/S, Niovo Nordisk и Norsk Hydro ASA. Причина тому состоит исключительно в том, что расчеты на скандинавских рынках ведутся ежедневно на основе последней цены торгов или стандартной цены. Однако эта цена может отличаться от официального метода расчетов LIFFE, который использует среднюю цену, взвешенную по объему торгов (VWAP), и в таком случае отражает деловую активность за последние 10 минут торговли по акции. Естественно, биржевая расчетная цена поставки (EDSP) по

USF с денежным зачетом может быть существенно отличной от последней цены торгового дня (официальной расчетной цены биржи). Таким образом, LIFFE взяла на себя инициативу по изменению процедуры расчетов в сторону физической поставки. При этом она стремилась устранить ценовой диспаритет, поскольку любое различие между расчетными ценами переносится на деньги, которые трейдер, проводящий зачет, либо платит, либо получает и он может выйти из наличной позиции по цене денежного рынка следующего торгового дня.

MEFF и BVLP, в Испании и Португалии, соответственно, разрешают трейдерам выбирать между поставкой и денежным зачетом в процессе торговли. Но в целом, физическая поставка имеет преимущество на этих рынках. На индийском рынке также возможна физическая поставка. Тем не менее, в Америке все SSF являются контрактами с физической поставкой. На современном уровне развития SSF рано рассуждать о том, какой процент SSF дождется своей физической поставкой, или же эта деятельность будет чисто маржинальной. На большинстве рынков товарных и финансовых фьючерсов, там, где имеет место физическая поставка, она имеет место в ничтожно малых размерах, менее 1%. Интересно, что когда LIFFE впервые опубликовала листинг SSF, на эту тему среди заинтересованных сторон началась продолжительная дискуссия. Некоторое время не было выраженного предпочтения в сторону того или иного метода расчетов, и в конечном итоге LIFFE просто сделала выбор в пользу денежного зачета. По мере развития рынка SSF среди конечных пользователей популярной стала физическая поставка. Мы изучим процесс поставки по всему миру по существующим SSF в следующем разделе.

NQLX и OneChicago приняли решение выбрать Опционную Клиринговую Корпорацию (ОСС) в качестве их первичного агента по клирингу. OneChicago также допускает, чтобы определенные трейдеры проходили клиринг через клиринговую палату CME (см. ниже). ОСС была основана в 1973 году, и с тех пор стала центральным контрагентом для всей американской торговли опционами. В рамках юрисдикции SEC, она проводит транзакции по «пут» и «колл» опционам на обычные акции и прочим фондовым выпускам, индексам акций, иностранным валютам, композитным процентным ставкам и SSF. Будучи зарегистрированной организацией по клирингу деривативов (в рамках юрисдикции CFTC), она обеспечивает расчетные услуги по транзакциям с фьючерсами и опционам на фьючерсы. ОСС находится в совместном владении Американской фондовой биржи, биржи опционов Chicago Board, Международной биржи ценных бумаг, Тихоокеанской биржи и Филадельфийской фондовой биржи.

Национальная корпорация по клирингу ценных бумаг (NSCC) является организацией, полностью подконтрольной Депозитарной трастовой и клиринговой корпорации (DTCC), крупнейшего клирингового и расчетного агентства по американским акциям.

Как OneChicago, так и NQLX прошли через стадию физической доставки. Возможно, это отражает сочетание клиентского спроса и естественной американской склонности к гарантированию физически поставляемых контрактов, где это возможно. В политическом смысле, наверное, это способствует отношениям с сообществом наличных акций, которые, по крайней мере, ощущают, что по сравнению с денежным зачетом, существует больший шанс, что будет увеличен объем торговли. Во многих смыслах это устраняет промежуточные стадии в процессе функционирования рынка

акций. Существует множество аргументов в пользу наличных против физической поставки, и на момент написания книги казалось, что мнение пользователей рынка было направлено больше в пользу физической поставки, хотя это весьма недавний феномен. Естественно, веские аргументы в пользу метода физической поставки включают в себя такой ключевой момент, что расчет с физической поставкой стремится смягчить воздействие проблем, которые могут возникнуть с ценой расчета по акциям на отдельно взятый день истечения действия контракта (по любой из причин), и так далее. Потому на рынке США Опционная Клиринговая Корпорация занимается всеми транзакциями по SSF и координирует с NSCC последствия поставки против открытых позиций. Генеральные клиринговые агенты (GCM, general clearing member) должны отвечать разнообразным критериям, и биржи, и OCC в терминах достаточности капитала, и им официально разрешено заниматься не только клирингом сделок по своим счетам, но и по счетам своих клиентов. Любой желающий торговать на NQLX или OneChicago должен прибегать к услугам GCM, зарегистрированного на данном рынке.

Несмотря на разнообразие подробностей процесса исполнения, на большинстве бирж он практически один и тот же, будь то физическая поставка или денежный зачет. Каждая биржа имеет собственные правила, которые отвечают местным нормам и условиям. Рассмотрим вначале правила физической поставки.

NQLX

NQLX имеет то преимущество, что как LIFFE, так и NASDAQ имеют схожее происхождение, основанное на технологии. На протяжении ряда лет LIFFE существовала как система экранов в рамках системы LIFFE ConnectTM. С

момента основания LIFFE в 1982 году как физической торговой площадки, биржа активно использует компьютеризированную систему регистрации торговли.

Однако, работая в американском контексте, LIFFE NASDAQ зачастую вела дела с организациями, находящимися на стадии ученичества. Американские рынки остаются далеко не передовыми в этом смысле системами открытого выкрика, а это означает, что применение технологий даже в клиринге и расчетах не всегда столь продвинуто, как хотелось бы. Тем не менее, в целом, клиринговые агенты, такие как OCC, имеют существенный опыт применения процессов автоматизации на рынках опционов, в частности, на таком передовом, как US ISE, которая существенно выросла, несмотря на оппозицию системе открытого выкрика в первые годы своего функционирования. Как и OneChicago, NQLX сделала выбор в пользу физической поставки по контрактам SSF.

GCM имеют возможность ведения бизнеса либо на фондовых, либо на фьючерсных счетах (зависит от регуляторного статуса), однако они должны быть в состоянии провести либо прямую, либо косвенную поставку. В случае прямого расчета, GCM должен быть членом и OCC, и NSCC. В случае косвенного расчета, GCM должен быть членом OCC и иметь счет у члена NSCC, который будет выполнять роль его агента. Иначе говоря, косвенные расчеты означают, что GCM будет пользоваться услугами зарегистрированного брокера в целях осуществления поставки. Это бывает, например, с GCM, которые занимаются рынками фьючерсов/опционов, но не имеют брокерского дома на наличном рынке акций под общим корпоративным зонтиком.

Последний торговый день является третьей пятницей

месяца поставки контракта с обычным временем закрытия горгов (16:02 стандартного восточно-американского времени). Расчет по поставочному контракту будет сделан только по данному контракту с применением закрывающих цен подлежащих ценных бумаг на первичных рынках этих акций. Для всех расчетов будет использована биржевая расчетная цена поставки (EDSP) с учетом последнего процесса расчетов.

ОСС получит все данные от GCM как обычно, на последний торговый день. GCM может внести финальные корректировки в свои брутто-позиции до 20 часов стандартного восточно-американского времени на данный день, используя систему CMAQS Опционной Клиринговой Корпорации.

Опционная клиринговая корпорация создаст два отчета: один под заглавием «отчет по консультациям в связи с поставкой фьючерсов», а другой под заглавием «отчет по денежным фьючерсным расчетам».

Опционная клиринговая корпорация обеспечит каждого GCM отчетом по консультациям в связи с поставкой фьючерсов, в котором будут указаны длинные и короткие позиции по каждому SSF, с истекшим сроком действия, а также общие обязательства по поставке. Для GCM, не являющимися членами NSCC, корпорация обеспечивает отчет для каждого члена NSCC, у которого GCM держит свой счет. Данный отчет также подробно указывает специальные процедуры или обстоятельства расчетов, в случае возникновения корпоративных событий одновременно с, или вблизи расчетов.

Отчет по денежным расчетам по фьючерсам составляется с тем, чтобы отразить любое движение

наличных, необходимое как результат корпоративного события.

Корпорация отправляет NSCC отчет в конце последнего торгового дня, указывая в нем все физические поставки и связанные с ними платежи, которые необходимо будет произвести на третий день после окончания срока действия контракта ($T + 3$). Как только эта информация будет передана, что включает указание всех GCM, которые осуществляют или принимают поставку, роль корпорации в процессе поставки завершена. Естественно, ежедневные процессинговые функции между контрагентами остаются за OCC, а к ним относятся сравнение покупателей и продавцов, гарантии сбора маржи и т. п.

Тем временем, процесс расчетов теперь переходит в ведение NSCC. На первый рабочий день после окончания срока действия ($T + 1$) NSCC инициирует процедуры физической поставки ценных бумаг, лежащих в основе SSF, применяя систему непрерывных чистых расчетов (CNS, Continuous net settlement). Посредством системы CNS, NSCC снижает число транзакций, требующих физической поставки, взаимно компенсируя общие обязательства по покупке и общие обязательства по продаже каждого члена NSCC и создает одну чистую позицию для каждой ценной бумаги. Аналогичная балансировка происходит для любых денежных зачетов.

Вечером первого рабочего дня после окончания срока действия, NSCC обеспечивает каждого своего члена результатами таких, внутренним образом, сопоставленных сбалансированных позиций в отчете под названием «консолидированное торговое резюме». Используя сведения из данного отчета, каждый член NSCC указывает, как он намеревается осуществить или принять поставку ценных

бумаг, лежащих в основе SSF. Отметим, что член NSCC имеет два выбора: принять физическую поставку ценных бумаг или внутренне сопоставить компенсирующиеся позиции среди счетов клиентов. В 11:59 пополудни стандартного восточно-американского времени все гранзакции, которые были обработаны по принципу $T + 1$, будут гарантированы NSCC.

В течение следующего рабочего дня ($T + 2$) члены NSCC получают уведомления от NSCC об их обязательствах. Процесс физического перемещения ценных бумаг начинается после рабочих часов посредством DTCC, которая аффилирована с NSCC.

После обычных рабочих часов в день $T + 2$ NSCC обеспечивает DTCC отчетом о ценных бумагах, трансферт которых должен быть осуществлен членами NSCC. В процессе трансферта все ценные бумаги перемещаются на счет-хранитель NSCC в DTCC, например, от члена А к DTCC, а затем к члену В. NSCC действует как контрагент и гарантирует все трансферты ценных бумаг.

В день $T + 3$ (третий рабочий день после окончания срока действия), NSCC сводит все финансовые обязательства каждого своего члена, так что от каждого участника получается только один платеж или квитанция. NSCC является посредником между всеми платежами и квитанциями. К концу $T + 3$ весь процесс платежей и документации завершен.

OneChicago

Эта вновь появившаяся биржа, совмещающая в себе ресурсы лучших бирж Чикаго, для всех своих целей использует

тот же процесс поставки, что и NQLX, однако отличается тем, что Опционная клиринговая корпорация осуществляет клиринг, а затем передает процесс в NSCC и DTCC.

OneChicago торгует посредством передовых систем CBOEdirect и GLOBEX. CBOEdirect является фасадом технологической схемы OneChicago, обеспечивающей мощный механизм магчинга (сопоставления), разработанного на совместимость с системой Lead Market Maker, и способна обрабатывать большие объемы и постоянно растущую ассортиментную базу. CBOEdirect была впервые разработана для рынка опционов CBOE в 2002 году, и обладает несколько более новой системой, чем LIFFE's ConnectTM, которая была впервые развернута в 1999 году. Тем не менее, обе системы обладают существенной процессинговой мощностью и по праву могут считаться абсолютно первоклассными системами современных финансовых рынков. GLOBEX – совместное предприятие Чикагской товарной биржи и Reuters, является передовой компьютерной системой, посредством которой члены CME торгуют в электронном режиме вот уже несколько лет.

Euronext LIFFE

Расчет по фьючерсным контрактам Euronext LIFFE происходит наличными, и весь клиринг и процесс расчета наличными производятся через Лондонскую клиринговую палату (LCH). Модель денежного зачета существенно упрощает весь процесс, учитывая большой ассортимент европейских и американских акций в портфеле Euronext LIFFE. Единственные исключения составляют скандинавские контракты, поставка по которым с ноября 2002 года стала осуществляться в физической форме.

MEFF

MEFF всегда представляла собой компьютерную торговую систему с момента основания в ноябре 1989 года, и все расчеты в ней, как наличные, так и физические, являются высоко автоматизированными. Как и Europext LIFFE, биржа имеет длительный опыт расчетов по опционам с физической поставкой.

Она имеет собственную электронную систему, которая так же используется на португальском рынке. MEFF отличается тем, что клиент может выбирать между денежным зачетом или физической поставкой. Что он выберет – это уже другое дело, которое мы обсудим ниже.

MEFF имеет собственную клиринговую палату. Испания приняла модель единой компании как законную форму холдинговой компании, которая интегрирует все процессы, необходимые для организации трейдинга, расчетов и клиринга.

Определение предпочтений счетодержателя

Расчеты по контрактам SSF ведутся на момент истечения срока его действия путем поставки акций или зачета денежной разницы. До того, как истек срок действия контракта, держатели должны заранее сообщить о том, предпочитают ли они физическую поставку или наличный расчет. Предполагается, что держатели счетов в системе MEFF по умолчанию, предпочитают физическую поставку, пока не выражено желание денежного зачета. Новые держатели счетов, то есть те, кто впервые открывает счет, должны сообщить о своем предпочтении той или иной альтернативы. В любом случае, данное предпочтение может быть изменено от одной даты экспирации к другой, и

применяется ко всем фьючерсам, зарегистрированным на счету держателя.

Оба участника контракта должны вести расчеты единым методом, а потому расчет наличными будет применен к наибольшему возможному числу открытых позиций тех держателей, которые предпочли данный метод. Однако, (и это проблема для тех, кто предпочитает наличные), расчет по избыточному объему будет произведен физически. Естественно, расчет по всем принадлежащим держателям позициям, которые предпочли метод поставки, также будет проведен как поставка.

Таким образом, определение метода расчетов по контрактам наличными или поставкой зависит от того, какое число контрактов было рассчитано методом денежного зачета по минимальным значениям из:

- длинных позиций, чьи держатели предпочли денежный зачет; или
- коротких контрактов, чьи держатели выбрали денежный зачет.

В целях определения контрагентов по денежному зачету среди участников контрактов применяется метод случайного распределения. Для данной цели все позиции всех держателей, предпочитающих денежный зачет, группируются по держателю. В случае, если число контрактов с каждой стороны (длинных или коротких) одинаково, то жребий не требуется. Если число контрактов неравное, то проводится жеребьевка в целях определения, какая из сторон имеет преимущество по числу контрактов, и так до тех пор, пока не достигнут непосредственный баланс между сторонами, желающими денежного зачета. Остаток контрактов с денежным зачетом, расчет по которым не может

быть произведен, будет распределен и направлен на физическую поставку.

Очевидно, число контрактов, расчеты по которым ведутся методом физической поставки, является суммой числа контрактов, упомянутых выше, а также контрактов, чьи держатели сделали выбор в пользу расчетов методом поставки. Иначе говоря, в контрактах MEFF постоянным является подразумеваемое предпочтение в пользу физической поставки, и те, кто стремится к денежным зачетам, должны это помнить.

Для контрактов с денежным зачетом расчет производится деньгами на разницу с учетом стандартной цены, которая будет той же, что и расчетная цена контракта, срок действия которого должен закончиться.

Для контрактов с поставкой расчет следующий: расчет по контрактам SSF ведется на момент экспирации путем поставки подлежащих акций для каждого класса контракта. Будут поставлены акции, котирующиеся в листинге и имеющие полные права, соответствующие акциям серийных выпусков. Понятно, что это общее место для всех физических поставок!

Поставка акций происходит по единой цене, а именно – стандартной. Сочетание ежедневного зачета прибыли и убытков (вариационная маржа) с доставкой по стандартной цене приводит к покупке или продаже по точно той же фьючерсной цене, что и при изначальной транзакции (вместе со всеми поправками на корпоративные действия).

При экспирации срока действия контракта все необходимые транзакции с акциями будут произведены MEFF. Целями этого является:

- минимизация объема транзакций;
- баланс между обязательствами по покупке и продаже на одном и том же счете;
- сопоставление между разнонаправленными транзакциями разных счетов одного и того же участника.

Когда операция поставки совершилась, позиция перестает быть фьючерсным контрактом и превращается в наличную транзакцию по акциям со всеми вытекающими последствиями и соответствующими правилами и процедурами. MEFF уведомляет Sociedad de Bolsas (Сообщество Бирж), являющейся компанией, ведущей Систему Взаимосвязей Фондовой Биржи, о том, какие сделки с подлежащими акциями должны произойти в связи с окончанием действия фьючерсных контрактов.

Стандартная цена (цена поставки)

При расчетах, имеющих место при истечении контрактов, MEFF выдает своим членам инструкции о том, какие акции должны быть куплены или проданы. Данные сделки должны проходить по стандартной цене.

Стандартной является цена закрытия соответствующей акции в Системе Взаимосвязей Фондовой Биржи на день прекращения действия контракта, которая публикуется Sociedad de Bolsas.

Индия

Национальная фондовая биржа (NSE) является рынком с денежным зачетом, а потому очень похожа по своему действию, на Europext LIFFE. Торговля на ней началась при корзине около 29 акций (на время написания книги, 9 ноября

2001 года). По окончании действия контрактов окончательная зачетная цена является закрывающей ценой подлежащей ценной бумаги в последние полчаса торговли дня экспирации, на базисе VWAP. Всегда следите за размером контракта и помните, что размеры контрактов разнятся.

ЮАР

Когда в 1999 году на Фондовой бирже Йоханнесбурга (JSE) был запущен трейдинг 60-тью SSF, ЮАР являлась колыбелью инноваций в области деривативов и различных структурно организованных продуктов, популярных у инвесторов. Интересен тот факт, что Южноафриканская биржа, (в прошлом независимая SAFEX, теперь отделение JSE), также ведет листинг опционов американского стиля на SSF. Американские опционы позволяют своим держателям исполнять их в любое время до и в день экспирации, в то время как европейские опционы менее гибкие и позволяют проводить исполнение с подлежащими акциями только в момент истечения.

Физическая поставка является в Южной Африке обычным порядком, а маржа составляет около 10%. Трейдинг происходит через автоматическую трейдинговую систему аукционного типа, автоматически сопоставляющую ордера по цене и времени. Истечение происходит на третий четверг контрактного месяца. Метод оценки на момент экспирации представляет собой среднюю цену, рассчитанную JSE между 14:00 и 16:00 на дату истечения срока действия.

Сингапур

В Сингапуре применяется денежный зачет, и маржа составляет около 20%, как и на американских рынках. Сингапурская биржа имеет собственный клиринговый дом.

Португалия

BVLP использует ту же систему, что и MEFF в Испании и ведет листинг семи фьючерсов по акциям с исключительно физической поставкой и трехдневным циклом исполнения. Последним торговым днем является третья пятница контрактного месяца. Расчетная цена является взвешенным средним по числу контрактов последних 12 сделок и применявшимся в них ценам. Трейдинг SSF начался в Португалии в 1997 году, фьючерсами по акциям Telefonica Portugal и местной энергосети EDP. Интересно, что рынок акций «репо» был введен в апреле 1997 года, а в сентябре 1998 года BVLP ввела заимствование акций, что позволило ей предложить своим участникам внебиржевые и биржевые стратегии на той же бирже, по фьючерсам и опционам. Интересно отметить, что опционы на акции были реально введены после запуска SSF на BVLP, в данном случае, в сентябре 1999 года.

Греция

Афинская ADX использует торговую систему под названием OASIS, которая основана на принципах шведской OM. Маржинальные требования варьируют между 15 и 20+%, а их расчет ведется в системе-аналоге SPAN, под названием RIVA (пожалуйста, не путайте с итальянской регатой на деревянных парусниках, любимой посетителями французской и итальянской Ривьеры). Экспирация происходит на третью пятницу контрактного месяца, а трехдневный цикл поставки обрабатывается посредством собственной клиринговой палаты биржи Афин. Отметим, что, как и до некоторой степени в Португалии, ADX обладает эффективным рынком «репо» и «обратного репо» по ценным

бумагам, введенным для компенсации местных особенностей денежного рынка.

Австралия

Сиднейская фьючерсная биржа (SFE) имеет в наличии продукт под названием Фьючерсы на индивидуальные акции (ISF). Их клиринг проводится через собственную клиринговую палату SFE. Поскольку ближайший конкурент, Австралийская фондовая биржа (ASE), объединила свои клиринговые процессы в одну организацию, то остается возможность того, что ASE может сделать выбор в пользу листинга SSF и получить крупный козырь перед SFE, с учетом своего преимущественного влияния на существующих игроков наличного рынка.

Россия

Относительная незрелость российских рынков капитала по-видимому означает, что это не самое подходящее место для трейдинга SSF, однако ряд местных особенностей помог сформировать неподдельный интерес к SSF. Как MICEX (Московская межбанковская валютная биржа), так и RTS (Российская торговая система) включили SSF в листинги, однако RTS на данный момент делала это с несколько большим успехом. Акции ведущих российских компаний, таких как Lukoil, оказались столь же популярными среди российских игроков-спекулянтов, как и SSF. Они ценят ясные процедуры расчетов по маржинальным фьючерсам за простоту совершения транзакции по сравнению с покупкой и расчетам по наличным акциям. Интересно и то, что в то время как весь мир воспринимает SSF как продукт

высокоразвитых рынков, но даже на столь быстро развивающихся рынках, как Россия, они могут сыграть ключевую роль в переносе риска и повышении ликвидности.

ЦЕНЫ ЗАКРЫТИЯ

По-видимому, лучшим методом определения цены является закрывающий аукцион, когда в течение заранее определенного периода закрытия ведется отдельная сессия. Это может продолжаться 10, 20 или больше минут ближе к концу сессии. Каждый аукционный процесс имеет маленькие отличия, поэтому следует обращать внимание на все подробности. К сожалению, в задачи этой книги не входит подробное рассмотрение открывающего или закрывающего аукционного процесса на каждой из бирж. Тем не менее, есть некоторые различия в плане оценки стоимости, когда цена превращается в расчетную сумму.

В случае с Euronext LIFFE, которая предлагает наиболее широкий портфель SSF под флагом универсальных фьючерсов на акции, согласование расчетных цен ведется так, как показано в Таблице 6.1.

VWAP – термин, часто появляющийся в Таблице 6.1, и зачастую трактуется неадекватно. Это процесс, часто вводимый биржами деривативов в целях определения справедливой расчетной цены, при которой торговля велась в значительных объемах, в противовес возможным отдельным экстремальным ценам, полученным в конце торгового дня, когда трейдинг может почти и не вестись. VWAP рассчитывается путем сложения стоимости акций в заданных временных пределах, а затем деления ее на число акций, принимавших участие в трейдинге.

Таблица 6.1 Расчетная Биржевая Цена Поставки (EDSP).

Дания	VWAP торгов в течение последних 10 минут трейдинга на биржах Копенгагена
Финляндия	VWAP торгов в течение последних 10 минут трейдинга на биржах Хельсинки
Франция	Цена официального закрывающего аукциона на Euronext Paris
Германия	Цена официального закрывающего аукциона на Deutsche Börse
Ирландия	Закрывающая цена аукциона на Ирландской фондовой бирже
Италия	Открывающая цена аукциона на Borsa Italiana на третью пятницу месяца поставки
Нидерланды	Официальная цена закрытия на Euronext Amsterdam
Норвегия	VWAP торгов в течение последних 10 минут трейдинга на биржах Осло
Испания	Официальная цена закрытия на Bolsa de Madrid
Швеция	Официальная цена закрытия Stockholmsborsen
Швейцария	Официальная цена закрытия на Virt-X
США	USF: VWAP торгов на NYSE и NASDAQ в течение первых 10 минут трейдинга в последний торговый день

Очевидно, биржа будет стремиться произвести расчеты по наиболее высокому показателю VWAP из возможных, потому что это предполагает более высокий уровень рыночной активности. Данная мера также популярна среди пенсионных фондов в процессе анализа ими глубины ликвидности рынка акций.

Глава 7. Фьючерсы на отдельные акции и индексы

Если что и влияло решительно на деятельность инвесторов за последние 20 лет, так это волнообразные колебания индексов. В наши дни средневзвешенный индекс Доу-Джонса не просто показатель финансового здоровья Уолл-Стрит, это, по сути, взаимозаменяемый эквивалент собственно рынка акций. Современный инвестиционный процесс, а также индексы на акции развились до поразительной степени и стали основополагающей чертой современных рынков. За последнее десятилетие участие в процессе индексации стало маниакальным увлечением игроков всех финансовых рынков.

Индексы по акциям распадаются на две основные категории: индексы с широкой и с узкой базой. Индексы с широкой базой («широкие индексы») традиционно тяготели к тому, чтобы отражать состояние акций крупнейших компаний на уровне крупного рынка общегосударственного масштаба. В США такими индексами являются средневзвешенный Доу-Джонс и S&P 500 (по всей очевидности, последний гораздо шире первого), в Великобритании это FTSE 100 (скрупулезные

аналитики удивятся, но FT-All Share был первым британским индексом, однако метод его расчета сделал его практически непригодным, особенно для рынка деривативов, работающего в реальном времени).

В младенческие дни индексного трейдинга существовало множество всевозможных руководств по их сопоставлению. Бралось, к примеру, приближенное значение индекса Доу-Джонса, и умножалось на ежедневный ход S&P 500 с коэффициентом между 7 и 8. Было время, когда вся вычислительная мощь профессионального трейдера умещалась в одном калькуляторе на светодиодах. Теперь, когда рынки охвачены цифровыми технологиями, имея программное обеспечение, можно производить точнейшие индексные вычисления в реальном времени. Тем не менее, с учетом исторического наследия, остаются очень популярными некоторые индексы с большой историей. Прадедушкой всех современных индексов является Промышленный индекс Доу-Джонса, разработанный Чарльзом Доу, редактором *Wall Street Journal* в конце 19 века. Хотя в наши дни расчет индексов происходит примерно одинаково для всех современных показателей, стоит бегло проанализировать ряд ключевых индексов, чьи компоненты являются базисом для листинга фьючерсов на отдельные акции.

DOW JONES 30, СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЙ ПРОМЫШЛЕННЫЙ ИНДЕКС

Широко известный под названием Dow, DJ или DJIA, средневзвешенный промышленный индекс Dow Jones 30 основывается на акциях 30 крупнейших американских компаний. В интересах точности, надо указать, что это и не совсем индекс,

поскольку не имеет базового года для его стоимости, которая представляет случайное число, такое как 100. Скорее, индекс Доу-Джонса является средним арифметическим от цены, и на его компоненты влияют только изменения цены акций, а это прямо противоположно другим индексам, на которые влияют не только изменения цены, но и изменение числа обращающихся акций. Индекс начался в 1884 году с 11 акций и к июню 1886 года расширился до 12 акций. В октябре 1928 года произошло дальнейшее расширение до 30 акций, и размер оставался с тех пор неизменным. (Впрочем, компании, составляющие индекс, расширились и весьма существенно). Компоненты выбираются по мнению редакторов журнала *The Wall Street Journal*, и нет predetermined критериев за исключением того, что все составные части индекса должны являться американскими компаниями и лидерами в своей индустрии. Отметим, что в то время как средневзвешенный промышленный индекс Доу-Джонса притягивает к себе всеобщее внимание, есть еще два средневзвешенных индекса Доу-Джонса – транспортный и коммунальный. В настоящее время они гораздо реже выставляются на обозрение. (Тогда, в конце 19 века транспорт и коммунальщики были сродни компаниям из области Интернета и мобильной связи в наши дни). Однако же они пользуются спросом у аналитиков Теории Доу, представляющей собой вариант технического анализа с применением разнообразных индексов Доу.

КОМПОЗИТНЫЙ ИНДЕКС S&P 500

Введенный в 1957 году, индекс S&P 500 рассчитывается с применением методологии совокупной взвешенной базы. Это означает, что уровень индекса отражает общую рыночную стоимость всех 500 акций, входящих в его основу, по

отношению к некоторому базовому периоду. Общая рыночная стоимость компаний определяется путем умножения цены акции на число обращающихся акций. Индекс, представляющий определенную комбинацию переменных, таких как цена и число акций, в статистике называется композитным индексом. Ввод/вывод компаний и регулирование индекса производится на постоянной основе.

КОМПОЗИТНЫЙ ИНДЕКС NASDAQ

Композитный индекс NASDAQ был впервые опубликован 5 февраля 1971 года. Он следит за акциями, торгуемыми в системе NASDAQ. Это индекс, взвешенный по капитализации, поэтому стоимость индекса основана на общей рыночной стоимости акций-компонентов, составляющих индекс. Кроме того, NASDAQ Композит представляет собой коэффициент, основанный на взаимоотношении между общей рыночной стоимостью всех акций, составляющих индекс на сегодняшний день, и общей стоимостью на первый день публикации индекса. Для расчета стоимости индекса текущая рыночная стоимость (общая цена умноженная на общее число обращающихся акций по каждой ценной бумаге) делится на рыночную стоимость в первый день индекса. Допуск в индекс и удаление из него происходит в текущем режиме.

ИНДЕКС FTSE 100

Представление «Футси» состоялось 31 декабря 1983 года, когда его базовое значение было установлено равным 1000. Судя по названию, в нем содержится акции 100

компаний с самой высокой капитализацией. Это арифметически взвешенный индекс, в котором веса соответствуют рыночной капитализации. Интересно, что индекс рассчитывается с применением среднего значения между бидом и аском, вместо использования последней цены сделки. Таким образом, индекс может либо повыситься, либо упасть без проведения сделок, и это уже кошмар! Компоненты индекса пересматриваются каждый квартал, и специальный совет принимает решения по введению новых компонентов индекса или исключению участников. Изменение индекса, а также исключение из участия в нем не являются автоматическими, но обычно основываются на корзине четырех нижайших участников индекса и четырех верхних участников индекса.

ИНДЕКС DAX

DAX является индексом тридцати крупнейших немецких компаний, котируемых на Франкфуртской фондовой бирже. Был введен в 1988 году. Является индексом «полного дохода» поскольку учитывает дивиденды, кроме уровня цен на акции. Это индекс с полным доходом, взвешенный по капитализации с применением индексного метода Леспье.

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ИНДЕКСЫ

В наши дни некоторые индексы по акциям выходят за пределы национальных границ. После безуспешных начинаний расчета индексов на общеевропейском уровне в конце 1980-х и начале 1990-х годов (например, FTSE

Eurotrack), разные агентства начали борьбу за доминирование в секторе европейских индексов. С приходом евро, которое охватывает все ведущие европейские акции, за исключением британских, котировка которых продолжается в фунтах, мода на всеевропейское инвестирование в акции привела к созданию первого, поистину межграницного регионального рынка, даже с учетом его младенческого состояния на момент написания книги.

DOW JONES EUROSTOXX 50

Индекс Dow Jones EUROSTOXX был введен в 1998 году и с тех пор является одним из самых успешных международных индексов. В нем учитываются 50 акций, включающих в себя все компоненты 18 секторальных индексов Dow Jones EUROSTOXX. Секторные индексы Dow Jones EUROSTOXX представляют собой фрагменты еврозоны общего рыночного индекса Dow Jones EUROSTOXX Total Market, который, в свою очередь, покрывает 95% общей рыночной капитализации акций, торгуемых на основных биржах 17 европейских стран. Индекс взвешивается по свободной рыночной капитализации. Вес каждого компонента фиксируется на уровне 10% общей свободной рыночной капитализации индекса. Веса пересматриваются ежеквартально, в то время как состав индекса пересматривается ежегодно в сентябре.

Индексы MSCI

Индексы Morgan Stanley Capital International (MSCI) получают все большее признание по мере того, как их

предпочитают крупнейшие фондовые менеджеры во всем мире. Частично это объясняется сотрудничеством между MSCI и S&P в их стремлении создать стандарт глобальной индустриальной классификации. В настоящее время фонды весьма сосредоточены на измерителях, сделанных вопреки стандартным, общепризнанным способам. MSCI рассчитывает множество индексов, но вообще говоря, они вычисляются с поправкой на свободное движение капитала и рыночную капитализацию. Индексы пересматриваются ежеквартально и зачастую имеют существенное влияние на рынки по мере того, как акции вводятся в или выпадают из индекса.

ВВЕДЕНИЕ И ИСКЛЮЧЕНИЕ

Как можно отметить из приведенных выше индексов, они постоянно обновляются с тем, чтобы отражать изменения в состоянии различных компаний. Трейдеры прилагают все усилия к тому, чтобы держатся в курсе всех вероятных изменений любого индекса, по той причине, что может повыситься число котируемых SSF, включаемых в индекс, или, напротив, котируемых SSF, выпадающих из индекса. Последнее важно потому, что пока акция может потерять существенную долю стоимости перед тем, как быть удаленной из индекса, но как только подтверждается ее вывод из индекса, то это часто может привести к дальнейшему падению её рынка, по мере того, как фондовые менеджеры, отслеживающие индекс, будут стремиться заменить его на новые акции. Аналогично, акция, вновь включаемая в список, может испытать на себе влияние спекуляций на повышение по мере того, как она входит в список индекса (особенно, сразу после подтверждения).

потому что фондовые менеджеры будут стремиться купить эту акцию. Конечно, с учетом дискуссии об интерполированном хеджинге, состоявшейся в Главе 3 по трейдингу, читатели сразу же поймут, что SSF могут быть весьма прибыльными для менеджеров фондов, отслеживающих индекс, которые попытаются изменить состав своего портфеля до того, как изменится индекс. Например, они будут стремиться к продаже SSF до наступления перемен, а затем поставлять акции, возможно, в связи с тем, что желают получить дивиденд до изменения индекса или потому, что находят просто полезным иметь альтернативный метод облегчения состава портфеля. Аналогично, покупка SSF до того, как новая акция включена в листинг, может быть простым способом гарантировать, что фонд получил прибыль от ценовой разницы, эффективно используя маржу для управления наличной позицией так, чтобы изменения индекса не слишком воздействовали на доходность. Все индексы находятся в постоянном движении, и в случае слияния двух компаний в один крупный индекс, важно помнить, что замена может произойти очень быстро. Самое главное для трейдеров – не попасть в период волатильности, когда акции входят или исключаются из индекса, поскольку имеется тенденция к снижению курса, когда акции выходят из индекса, и повышения курса по мере вхождения в него, независимо от фундаментальных составляющих их торговой позиции или даже широкого рынка акций.

СВОБОДНОЕ КОЛИЧЕСТВО

Главным вопросом современности для индексов акций во всем мире является «свободное количество» или то,

сколько акций той или иной компании реально будут торговаться, и сколько из них находится в руках постоянных акционеров, и потому не попадут на открытый рынок. Многие индексы претерпели существенные изменения, в особенности на протяжении 2000-2001 годов, когда эти акции испытывали на себе очень незначительное свободное движение и были повторно взвешены или даже полностью исключены из списков. Мнение о них было как о не вполне пригодных для трейдинга в сравнении с акциями корпораций меньшего масштаба, находящихся в более разрозненном владении.

УЗКИЕ ИНДЕКСЫ

На пике моды, в последнее время, когда крупномасштабные индексы, служащие для оценки макроэкономических тенденций достигли насыщения, (хотя некоторые перспективы их роста просматриваются и в наши дни), стали разворачиваться работы в области узконаправленных индексов. Такие узконаправленные индексы обычно стремятся отразить сектор рынка на отдельные акции, такой как фармацевтика или автомобильная промышленность.

Введение фьючерсов, основанных на узконаправленных индексах, произошло в то же время, когда представление SSF в США должно было дать дополнительные стимулы фондовым менеджерам, которые, принимая решения, часто фокусируют внимание на основной, предпочитаемой ими отрасли, до того, как принять решение в пользу определенной акции. Узкие индексы позволяют менеджерам, по крайней мере, получать оперативное представление об относительном

здоровье компонентов в секторе до того, как они начнут инвестировать. На EUREX также есть серия узконаправленных индексных деривативов, хотя как вы помните, данная биржа долгое время находилась в благом неведении относительно существования SSF. Например, на OneChicago существуют фьючерсы по 15 секторам:

- аэрокосмическая промышленность;
- банки;
- биотехнология;
- телекоммуникации;
- финансовые услуги;
- электрическое оборудование;
- горнорудная и металлургическая промышленность;
- нефтяные компании;
- фармацевтика;
- розничная торговля;
- полупроводники;
- программное обеспечение;
- технологическое аппаратное обеспечение и оборудование.

Расчет по каждому индексу производится против корзины акций в секторе, и каждый сектор представлен двумя-девятью акциями из данного сектора. Маржа устанавливается на уровне 20% от стоимости корзины. Естественно, существует много возможностей для фондовых менеджеров для того, чтобы использовать наличные акции, или еще проще – SSF, для модификации их ожидаемых доходов от индекса либо путем замены, либо вычитания акций из существующей семьи узконаправленного индекса.

СОЗДАНИЕ ИНДЕКСА УЗКОЙ БАЗЫ

Создание индексов с узкой базой ведется путем выбора серии акций из определенного сектора экономики с тем, чтобы они стали компонентами индекса для поставки. В случае составления узкого индекса на бирже OneChicago используется взвешенный по доллару подход.

Таблица 7.1 Индексные значения и цены

Наличное значение каждого компонента индекса является наличной рыночной ценой отдельной акции подлежащей ценной бумаги, умноженной на число акций к поставке, находящихся в индексе.
Наличная стоимость самого индекса является суммой значений компонента индекса.
Делитель (или множитель) для всех узких индексов OneChicago составляет 500. Теоретическая цена индекса должна тогда определяться делением наличной стоимости индекса на 500.
Минимальное изменение цены (размер тика) равно 1 центу. Это означает, что стоимость тика равна 5 долларам ($\$0.01 \times 500 = \5.00).

Используя взвешенный по доллару подход, объем акций подлежащих к доставке компонентов индекса взвешивается с тем, чтобы уравнивать наличное значение вклада каждого компонента индекса (Таблица 7.1). OneChicago использует простое, линейное, долларовое взвешивание, а результаты округляются до ближайших 100 акций. Таким образом, торговля акциями по 15 долларов за штуку означает вдвое больший объем акций на OneChicago по узкому индексу, чем торговля акциями по 30 долларов за штуку.

В Таблице 7.2 Акция 3 торгуется по цене, примерно в 11,4 раз выше, чем цена Акции 5. В целях создания примерно равного, взвешенного по доллару индекса, поскольку объем Акции 5 превышает объем Акции 3 в 11 раз ($11 \times 100 = 1100$, и округление идет до ближайших 100 акций)

Таблица 7.2 Примерный индекс

Компонент индекса	Наличная цена (\$)	Акция в индексе	Стоимость (\$)
Акция 1	24,32	300	7296
Акция 2	27,40	300	8220
Акция 3	84,00	100	8400
Акция 4	16,75	500	8375
Акция 5	7,34	1100	8074
Наличная стоимость индекса			40365
Делитель		500	
Наличная цена индекса	80,73		

Когда наличные значения всех компонентов индекса складываются вместе, сумма равняется 40365 долларов. Разделив это число на 500 (делитель), получаем, что теоретическая наличная цена по индексу должна составить \$80.73

ЭФФЕКТ ЭКСПИРАЦИИ И ТРОЙНОЕ КОЛДОВОСТВО

Поскольку индексы на акции и SSF являются весьма связанными между собой, то одним интересным эффектом, возникающим на различных рынках, является то, как будет заканчиваться их действие, когда для SSF и рынков узкого индекса настанут даты погашения. SSF заканчивают свое действие в третью пятницу последнего торгового месяца

контракта в то же самое время, как и различные узкие индексы, широкие индексы и индивидуальные опционы на акции. Когда фондовые, индексные опционы и индексные фьючерсы заканчивают действие в одно и то же время, это называют «часом грех ведьм». В прошлом бывали примеры того, когда рынки были очень волатильными при достижении ими точки экспирации, и участники оказывались в непростом положении, потому что определенные проблемы ближе к истечению срока действия способствовали искажению цен. В самом деле, пытаясь снизить вероятность «сжатия», американские биржи SSF учредили лимиты по позициям в последние пять дней торговли контрактами. В случае OneChicago, например, это составляет либо 13500 нетто-контрактов, или 22500 чистых контрактов (длинных или коротких), как требует того Комиссия по торговле товарными фьючерсами. в последние пять дней торговли на рынке. Кроме того, денежный зачет создает возможность большей «толкучки», поскольку на определенных рынках возникают затруднения при заимствовании акций для поставки.

РЕПЛИКАЦИЯ ИНДЕКСА

Когда речь заходит о трейдинге по индексам акций, игроки деривативами считают очень полезным вариантом игру на отношении между наличной ценой и фьючерсной ценой, осуществляя при этом репликацию индексов наличными. Однако введение SSF в арсенал трейдера обеспечивает для него совершенно новый масштаб возможностей, по мере того, как новый инструмент используется в репликации индексов и т.п., на более экономически эффективной основе, чем просто покупке акций, и все это благодаря наличию маржи. Конечно, с более крупными индексами проблема состоит не в том,

чтобы была купля-продажа всех акций в индексе, поскольку это было бы очень недешево и труднодостижимо по целому ряду причин. Прежде всего, целью этого является репликация индексов, быстрая и грубая, в целях достижения практически того же общего уровня доходности, что и у индекса. Однако, выявляя только акции ключевых и очень важных компаний, можно было бы более или менее точно реплицировать поведение индекса. Данный процесс обращается вокруг показателя под названием «бета». Бета, вторая буква греческого алфавита, измеряет относительную результативность акции в рамках индекса. (Как уже отмечалось, альфа, первая буква, отражает абсолютную результативность). Одна акция может быть менее чувствительна к изменениям с течением времени, в сравнении с индексом, в то время как другая – более чувствительна. В целом, общий показатель «бета» по всем акциям должен стремиться к 1 (единице), в то время как общий индекс отражает тот факт, что все его компоненты вносят свой вклад в меру единства.

В частности, на американских биржах с узкими индексами, когда только от трех до девяти акций в среднем являются компонентами индекса, возможность репликации данных индексов весьма проста, а в некоторых случаях это можно сделать, используя все компоненты. Однако с аналогами FTSE 100 или S&P 500 заместительный пакет акций совершенно необходим. В программном трейдинге для индексного арбитража, чем очевидно меньшее число акций может потребоваться для репликации индекса, тем эффективнее снижается риск исполнения.

В случае с SSF, биржи совершенно естественно сосредоточились на репликации индекса, и сделали это с самого начала, а потому инновации на американском рынке, такие как NQLX или OneChicago, были ориентированы на покрытие как можно большего числа узких индексов. На

Euronext LIFFE, где реально существует самый интернациональный портфель SSF, лидирующей концепцией, которую породил их мыслительный процесс, стало гарантирование более широкой области хеджирования рисков ведущих индексов EUROSTOXX. В стремлении уловить потребность в этом со стороны акционерных и хеджевых фондов, LIFFE ввела в оборот весьма заметный ряд из 115 предложений по различным индексам.

На момент написания книги портфель Euronext LIFFE универсальных фьючерсов на акции (USF) покрывал 13 стран, и его общая рыночная капитализация превосходила 7.93 миллиарда долларов. Эти акции составляют 94% индекса EUROSTOXX 50, а также 67.26% FTSE 100. Естественно, все эти 115 международных акций легко могут допустить возможность арбитража и прочие аналогичные стратегии репликации. Поскольку на Euronext LIFFE имеется самый широкий портфель акций, по всей видимости, наилучшим является сфокусировать внимание на бирже с перспективой пересмотра нескольких лидирующих индексов и пониманием того, как их можно эффективно реплицировать, применяя существующие SSF.

В самом деле, с появлением SSF в США в конце ноября 2002 года, было бы интересно проследить, как много новых, узких индексов появится в листингах Европы и США одновременно в краткосрочной перспективе. Мы ожидаем таких в большом изобилии. Было бы весьма просто реплицировать многие и преимущественно секторальные индексы через SSF. В целом, процесс корреляции между узкими индексами, с менее чем двенадцатью компонентами, возможно, будет простым для понимания читателей процессом, как только они осознают концепции, изложенные здесь и применимые к сфере индексов, носящих скорее

макроэкономический характер. В оставшейся части раздела мы изучим два основных индекса. паневропейские гиганты общеевропейского индексного рынка – это Eurotop 100 и Dow Jones EUROSTOXX 50.

В случае EUROSTOXX 50, к настоящему времени он почти полностью покрыт USF LIFFE. Если не считать Endesa, St Gobain и Repsol, все остальные 47 компонентов индекса доступны для трейдинга через LIFFE USF. Учитывая, что St Gobain – это опцион, очень стабильно торгующийся в бывшем отделении MONEP, известном сейчас как Euronext Paris, ему может найтись эквивалент в виде SSF в самом обозримом будущем. В любом случае, взглянув на современное состояние USF на LIFFE, можно взять 47 акций и использовать их для формирования корзины, и конечный результат может быть представлен в виде весьма привлекательного значения «бета». Однако, (пожалуйста, не делайте это, не посоветовавшись с подходящим индексным арбитражером), использование большого числа существующих USF на LIFFE может обеспечить весьма близкий заменитель индекса. Однако снова мы призываем к бдительности перед тем, как выйти на рынок и начать строительство собственного заменителя индекса.

Если взять пример навскидку, скажем Carrefour, DaimlerChrysler, ING, Munich Re, Sanofi и Vivendi, то мы можем реплицировать индекс, имея на руках всего шесть акций. Сумма шесть «бета», кстати, составляет 0.905, 1.1, 1.304, 0.876, 0.673, 1.146=6.004 (разделите это на 6 и вы получите немногим более единицы, что указывает на поразительную близость к реальному движению индекса).

Конечно, нам не удалось должным образом учесть относительную ликвидность, и, безусловно, многие репликаторы индекса с гораздо большей готовностью выберут

итальянские акции, которые традиционно считались немногим более ликвидными среди USF на LIFFE, чем некоторые другие контракты. Когда речь заходит об индексном арбитраже и т.п., то не достаточно просто иметь правильные значения «бета», но и выбирать акцию, которая регулярно находится на регулярно высоком ликвидном конце рынка с тем, чтобы обеспечить безопасность дилинга, оперативную и недорогую. Так, «бета» одной ликвидной акции может быть гораздо выше, чем у менее ликвидной и менее доступной к заимствованию акции для продавцов в короткую. Естественно, в мире SSF использование кредита для продажи без покрытия не нужно. Тем самым можно оказать помощь индексным «репликаторам» в поиске более широкого выбора потенциальных позиций short при попытке продать компоненты и купить индекс.

Хотим указать на то, что мы всего лишь пытаемся привести иллюстрацию, до того, как читатель взнуздает своего коня, а потом будет жаловаться на то, что мы недостаточно понимаем тему репликации индекса, чтобы полностью ей овладеть.

Тем временем, в Eurotop 100, в настоящее время не менее 79 современных акций находятся в листинге USF. От нашего внимания ускользают лишь некоторые из них, по которым LIFFE ввела опционы, но не USF. Во многих отношениях трудность с репликацией индекса заключается в том, что разработка и введение продукта должны пройти полный цикл с тем, чтобы обеспечить конкурентоспособность. Например, несмотря на введение SSF на достаточно серьезной основе в период Интернет-мании в 2000 году, есть определенное, небольшое число менее волатильных, более авторитетных акций «старой экономики», в противоположность «новой экономике». К ним относятся

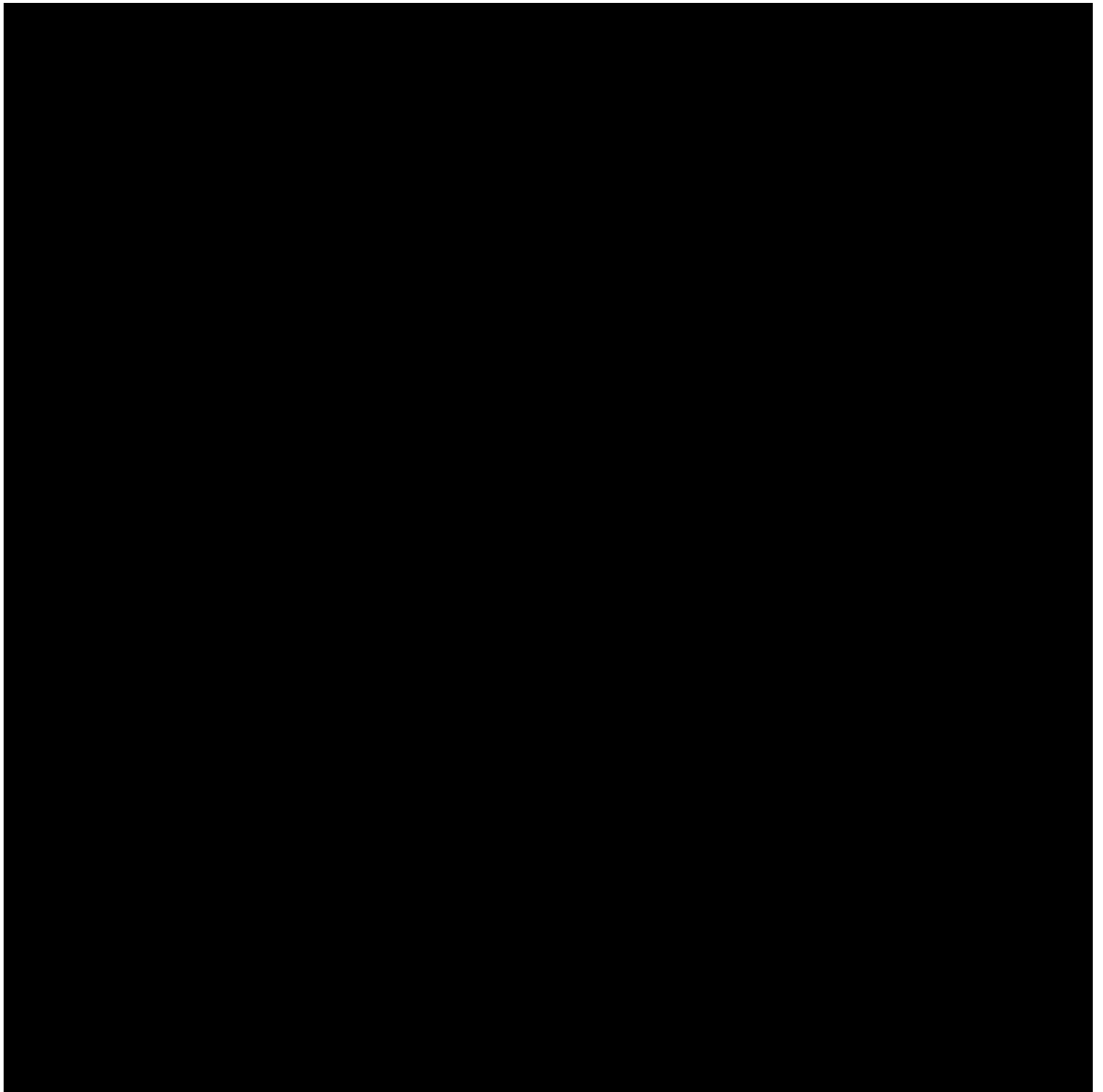
горнорудная промышленность, минеральные ресурсы и тяжелая металлургия. Также для большего понимания индекса можно найти два компонента Eurotop, не находящиеся в листинге Eurotech LFFG (это Indesa и Repsol), листинг которых ведется в рамках портфеля USF испанской MEFF. В связи с тем, что по мере завершения экономического/рыночного циклов можно ожидать, что листинги SSF будут более точно отражать все компоненты широкого индекса.

Есть и ряд других уникальных проблем. Например, Eurotop ведет листинг двух акций в двух классах. Это акции Fortis, класс А и В. USF и LFFG доступны по акциям Fortis А, а Fortis В – это единственный в своем роде местный класс, листинг которого ведется только на Eurotech Belgium. Аналогично Roche подразделяется на местные акции (RO), листинг которых ведется на SwX, и ROG, являющихся международным вариантом имеющим на них USF с торгами на Vir-X в Лондоне.

Снова, нетрудно будет выявить весьма обширный ряд возможных пакетов акций/USF, которые можно будет использовать для репликации индекса. Учитывая дешевизну, эффективность и простоту использования USF в длинных или коротких фондовых стратегиях, нам знакомо много замечательных людей, легко реплицирующих индексы, такие как Eurotop 100 или EUROSTOXX 50. Мы сказали это, чтобы вы могли хотя бы умозрительно представить, как можно эксплуатировать эти площадки, имея Eurotop и USF.

Поскольку индексы создаются из отдельных акций, существует, безусловно, фундаментальная взаимосвязь между наличными акциями и индексами. SSF могут привести новое измерение во всю эту взаимосвязь. Появятся новые

арбитражеры или трейдеры, стремящиеся к изменению доходности по индексу, а экономически эффективные возможности, которые появятся в результате применения SSF, просто необозримы.



Заключение

СЛЕДУЮЩИЕ ШАГИ И ДАЛЬНЕЙШАЯ ПЕРСПЕКТИВА ФЬЮЧЕРСОВ НА ОТДЕЛЬНЫЕ АКЦИИ

Революция SSF находится в развитии. Достигнет ли она всего своего потенциала, покажет будущее. В Европе развитие этого продукта сопровождалось значительными маркетинговыми инициативами, которые по крайней мере, закрепили широкомасштабное понимание этих инструментов. В США этот продукт был запущен в конце 2002 года способом, который лучше всего описать, как многозначительное молчание. Конечно, это могло быть в силу опасений, заработают ли первые полностью электронные американские фьючерсные биржи, как предполагалось. Достигнут ли маркетинговые программы NQLX и OneChicago широкой аудитории или они просто будут охватывать узкий круг существующих фьючерсных инвесторов.

На ежегодной встрече Швейцарской биржи фьючерсов

и опционов (SFOE) в 2002 году в Бургенстоке, исполнительный директор EUREX Руди Ферша (отмеченный, как скептик в отношении выгод SSF) был весьма корректен, когда сказал, что "деривативы распространяются до небес финансовых рынков"

Однако, остается фактом, что фьючерсные рынки воспринимаются в плохом свете огромным большинством американских инвесторов и, на самом деле, большей частью американских финансовых профессионалов. Причина, по которой СВОТ имеет своё время на CNBC, вероятно, в том, что уходящие в прошлое биржевые ямы (питы) открытого выкрика, представляют собой более телевизионное зрелище, чем мелькающие цифры на плазменных мониторах NASDAQ.

SSF – это продукты, которые могут помочь соединить мостом расстояние, разделяющее традиционных инвесторов в наличные акции, профессионалов и частников. В прошлом фьючерсные рынки считались чем-то, вроде казино (и не без основания, хотя это и было поколение или больше назад) с массой инсайдеров, контролировавших цены, и меньшинством дезориентированных аутсайдеров, терявших здесь деньги. Резкое мнение? На самом деле, абсолютно неверное, и Комиссия по торговле товарными фьючерсами, NFA¹, вместе с биржами США сделали очень многое, чтобы гарантировать, что регулирование брокеров и дилеров является столь же хорошим, если не лучше, как и на рынках наличных акций. Однако, общественное восприятие непостоянно, и несмотря на проведение широкой кампании, чтобы изменить такое отношение, оно продолжает нагнивать

¹ National Futures Association, Национальная фьючерсная ассоциация – организация, которая регулирует трейдеров фьючерсных рынков в США

в общественном воображении. Запуск SSF обеспечивает лучшую возможность для этого. И все же, было совершенно очевидно за несколько дней запуска SSF, что финансовые рынки США были в значительной степени погружены в неведение об их старте¹

Несмотря на все эти смачные спекуляции на финансовых рынках, проблема переноса рисков, конечно, уже долгое время находится в фокусе бизнеса производных инструментов. Последнее время, различные новшества (типа Базеля 2 и набора национальных регулирующих измерителей) последовательно пытаются вытолкнуть торговлю с внебиржевого рынка на биржевой. Руководящие принципы ЕС для Коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги (Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)) постоянно усиливаются в целях контролирования риска на небиржевых инструментах пенсионными фондами, объединенными трастами и взаимными фондами инвесторов. Учитывая, что проблема удовлетворения пенсионных обязательств для инвесторов остается основной для правительств всех главных мировых экономик, вопрос обеспечения честности в инвестициях, сходным образом, станет все более и более важным в течение этого десятилетия.

Конечно, общий вопрос о том, каков достаточный баланс в терминах риск-менеджмента для внебиржевых продуктов, остается одной из самых эмоциональных проблем

¹ Мы благодарим Нейла Веинтрауба и Перри Дахма за привлечение нашего внимания к факту, что финансовое шоу всенационального американского радио *Разговор о деньгах с Бобом Бринкером* провещало в конце ноября, что ФОО "были экспериментальными и еще не начали торговаться" всего несколькими днями спустя после их запуска в обращение.

финансовых рынков. Банки хотят сохранить рынок "только для взрослых" для их собственных деловых отношений, и действительно, трудно оспаривать возможность взрослыми учреждениями делать их бизнес в частном порядке .. хотя учитывая, что взрослые члены клуба включали подобных Банку Баррингс, ВССИ, и т.д, каждый вовлеченный ребенок, будет обеспокоен риском контрагента, даже если он всего лишь розничный банковский клиент! Тогда, как заметил бы мудрый народ, в то время, как подобные хеджевому фонду LTCM, угрожали прорвать дыру во всемирных банковских бухгалтерских балансах при своем развале, то по сравнению, крушение Банка Баррингс (по общему признанию, менее дорогое) через сделки на бирже – это только рябь на финансовых рынках, благодаря недостаткам Ника Лисона, являвшихся полностью биржевыми и поэтому клиринговавшимися в механизме Центрального процессинга контрагентов (ЦПК).

Возможно одна из более интересных проблем заключается в том, какие измерители используются для ограничения рисков контрагентов по портфелям, таким образом, что только 5-10% активов в любой персональной пенсионной схеме держатся одним из контрагентов. Аналогично, руководящие принципы обеспокоены широким риском, который затрагивает любые активы, например, облигации, варранты и наличные акции отдельной конкретной компании. Однако, эта проблема риска контрагента, ставшая наиболее значимой для небиржевых рынков производных инструментов, возможно, принесет пользу SSF. Проблема с контрактами на разницу (CFD), например, является ключевой, поскольку менеджеры пенсионных фондов могут нуждаться в разделении своих активов среди нескольких менеджеров, принимая во

внимание, что они могут действовать более гибко через биржи и клиринговые дома для SSF. Естественно, явная логистика удержания множества CFD позиций у различных брокеров может быть раздражительной для пенсионных фондов, возможно, приводя к большей биржевой торговле. В то время, как, в частности, SSF позиции могут быть, на самом деле, исполнены через любого брокера на бирже, такой как LIFFE, для исполнения CFD требуется только тот брокер, который их открывал.

По правде, полное воздействие руководящих принципов UCITS не будет затрагивать обычных владельцев счета в CFD, но в целом, такие шаги подтолкнут ликвидность на биржи, если институционалы найдут более экономичным действовать через эти рынки.

Экономические преимущества торговли ведущими SSF, несомненно, приведут к выигрышу у внебиржевых поставщиков. Однако, гибкость CFD в обеспечении доступа к более широкому диапазону акций, ещё не внесенных в листинг бирж останется.

Другой вопрос в полной проблеме перемещения риска конечно неразрывно связан с ЦКП. Однако, регуляторы начинают теперь напрягаться, и в этом отношении менеджеры пенсионных фондов и опекуны могут оказаться в опасности, если они допустят оплошность. Например, движение за ответственность опекунов за тщательное исследование каждого контрагента в портфеле пенсионного фонда, получает все большее развитие, особенно, в Европе. В этом отношении, преимущества ЦКП стали, внезапно, более прозрачными для опекунов, которые не хотят нести риск поиска возможного устойчивого контрагента. Таким образом, снова проявляется преимущество SSF перед их кузенами внебиржевого рынка.

В целом, поскольку большее количество инструкций, вероятно, поощрит использование бирж по различным причинам, будет разумно предположить, что это будет к преимуществу всех инвесторов, ищущих нормальную передачу риска, хеджирование и спекулятивные возможности на рынках акций через SSF.

Рынок SSF может и должен расти, но это требует массивных образовательных усилий даже на профессиональных рынках. До настоящего времени такое желание идти и продавать не демонстрировалось на американских биржах – все же SSF, вероятно, нуждаются в столь же трудных коммерческих усилиях как и оригинальные рынки фьючерсов ... только в этом случае, рынок намного более обширен.

Положим, что SSF должно лелеять и биржи могут следовать либо выжидательному подходу и ждать несколько лет, когда вырастет объем транзакций, либо они могут включиться более активно в усилия по продаже этого продукта.

По правде говоря, только одна вещь оставалась постоянной за три десятилетия развития биржевых финансовых деривативов – это факт, что время достижения уровня насыщенной ликвидности на рынке оставалось постоянным. В старые времена, достижение всех необходимых игроков и убеждение их в достоинствах продукта могло занять от 18 месяцев до 2 лет. В нынешние времена, биржи намного лучше способны (хотя еще не столь понимающе, как можно было бы подумать) различать своих конечных пользователей и достигать их своими маркетинговыми компаниями. Однако, теперь, когда риск-менеджмент гораздо более целостен и управляется обширной

торговой армией финансовых институтов, ясно, что даже там, где учреждение может точно желать торговать инструментом в самом скором времени, многие институты будут отстранены необходимостью выполнять некоторые определенные требования к ликвидности (обычно они изменяются от учреждения к учреждению, но рынок в основном должен демонстрировать способность торговать размером, соответствующим потребностям заинтересованного института). Как только эти пороги ликвидности выполнены, от трейдеров все еще требуется соотнести их спрос на новые торговые лимиты с централизованными комитетами по риску, которые часто встречаются лишь ежемесячно, и даже тогда имеют тенденцию убедиться в том, что они использовали все адекватные усилия прежде, чем предоставили любые новые лимиты торговли. Объединенное программное обеспечение риск-менеджмента и обработки может также означать задержки в предоставлении лимитов. В целом, чистый процесс означает, что только приблизительно от 18 месяцев до 2 лет пройдет прежде, чем много главных игроков могут зайти на установленные рынки. В этом случае, действительно захватывающая стадия роста SSF не будет происходить, вероятно, до середины 2004 в самом раннем случае.

Учитывая сказанное, те трейдеры, которые смогут придти на рынок насколько более возможно раньше и проследить развитие этого рынка, находятся в наилучшей позиции для изучения, адаптации и получения наибольшей прибыли от этой обстановки. Если вы можете придти на рынки SSF, имеет смысл пойти туда сейчас, поскольку каждый день дает вам опыт и преимущество перед институтами, которые придут позднее.

Запуск продукта был одной из областей, где

американские рынки сделали быстрый прогресс. С потенциалом в несколько сотен американских акций, день старта показал лишь 30 индивидуальных акций, котируемых на NQLX и 21 – на OneChicago, но в течение дней, обе биржи агрессивно добавляли акции в свои листинги. Однако, конечно ключом к развигию SSF является баланс между двойственными задачами предложения широкой линейки продуктов против устойчивой величины ликвидности. И это приводит нас обратно к важному вопросу о том, насколько связно биржи США могут обучать свои инвестиционные сообщества, и розничное, и профессиональное. Будущее SSF во многом зависит от степени их развития в США, поскольку тамошняя огромная ликвидность будет, в конечном счете, направлять эти продукты по всему миру.

Действительно, с более высокими маржевыми рычагами в США, чем в Европе, остается ироническая возможность, что американский рынок может пострадать от оттока на заморские рынки, если инвесторы будут минимизировать свои маржевые риски. Перспектива интенсивного соревнования за американскую ликвидность может все же появиться, если рынок США продолжит оценивать маржу не на базисе, скорректированном риском, а на чувствах конкурирующих регуляторов, удобно сидящих со своими избирателями – в случае повышения маржи для SSF, это будут владельцы акций и брокеры по акциям, которые задушат продукт при рождении.

Маржевый арбитраж, подобно регулирующему арбитражу может все же стать большой проблемой в следующей стадии развития SSF. А будет ли вторая стадия? Мы в это верим, несмотря на относительно слабый начальный маркетинг продукта в США. Проблема для рынка остается простой, как это было выкристаллизовано сэром

Брайаном Уильямсоном, когда он задавал тон на универсальных фьючерсах на акции на LIFFE в 2000 Революция была в выпуске продукта, который был "прост, дешев и эффективен" SSF точно сохраняют эти ключевые преимущества и, если они должным образом раскрыты и не подчиняются возобновленному регулирующему удушению, они могут стать столбом финансовых рынков, добавляя ликвидности, увеличивая глубину товарных рынков, обеспечивая огромные возможности прибыли для спекулянтов и предлагая разнообразие стратегий для инвесторов всех форм и размеров, в то же время являясь инструментом, который помогает сделать торговлю наличными акциями лучше для каждого инвестора.

SSF, изображенные в этом отчете в качестве новой стадии развития финансовых деривативов – безусловно, являются таковыми. Но они могут больше, они могут радикально изменить динамику фондовых инвестиций. Возможности огромны, но пока еще только смутно восприняты.

*Дэвид Ласселлес в его отчете для Центра по изучению финансовых инноваций, озаглавленном – **Фьючерсы на акцию – окончательная производная?***

Библиография

- Beddis, Mark (2002) SSFs-A Product in Search of a Market. Online at: ~
www.appliedderivatives.com
- Carret, Philip L. (1997) The Art of Speculation, John Wiley & Sons (ISBN
0-471-18187-9).
- Fridson, Martin (ed.), Mackay, Charles and de la Vega, Joseph (1996)
Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds and
Confusion de Confusiones, John Wiley & Sons (ISBN 0-471-13312-4).
- Garnick, Diane (2002) Quoted in "Security futures: The buy side speaks
out." Futures Industry Magazine, September/October.
- Greenberg, Steven A. (2002) Single Stock Futures: The Complete Guide,
Traders Press Inc. (ISBN 0-934380-78-3)
- Gupta, L.C. (2002) Short Selling and Its Regulation in India: An
International Perspective, NSE Research Initiative Paper No.2, National
Stock Exchange of India Limited.
- Kindleberger, Charles P. (1993) A Financial History of Western Europe,
Oxford University Press (ISBN 0-19-507737-7).
- Moles, Peter and Terry, Nicholas, (1999) The Handbook of International
Financial Terms, Oxford University Press (ISBN 0-19-829481-6).
- Rothchild, John (1998) The Bear Book-Survive and Profit in Ferocious
Markets, John Wiley & Sons (ISBN 0-471-19718-1).
- Rzeczynski, Mark (2002) Quoted in "Security futures. The buy side speaks out "
-

Библиография

Futures Industry Magazine, September/October.

Schultz, Harry D. (2002) *Bear Market Investing Strategies*, John Wiley & Sons (ISBN 0-470-84702-6).

Sutcliffe, Charles M.S. (1993) *Stock Index Futures: Theories and International Evidence*, Chapman & Hall (ISBN 0-412-40940-2).

Young, Patrick (2003) *New Capital Market Revolution: The Winners, Losers and the Future of Finance*, Texere Publishing (ISBN 1-587-99146-2).

Принятые сокращения

AMEX	American Stock Exchange – Американская фондовая биржа
BOE	Boston Options Exchange – Бостонская биржа опционов
CBOE	Чикагская биржа опционов
CBOT	Биржа Чикагский совет по торговле
CFD	Contracts For Difference – Контракты на разницу
CFMA	Commodity Futures Modernization Act – Закон о совершенствовании товарных фьючерсов
CFTC	Комиссия по срочной биржевой торговле
CME	Чикагская товарная биржа
ECN	Electronic Communications Networks – электронная коммуникационная сеть
Euronext LIFFE	Европейская сеть Лондонской международной биржи
IPO	Initial public offering – Первоначальное предложение акций
ISE	International Securities Exchange – Международная биржа ценных бумаг
HKFE	Hong Kong Futures Exchange – Фьючерсная биржа в Гонконге

Принятые сокращения

GNMA	Government National Mortgage Association – Правительственная национальная ипотечная ассоциация
KCBOT	Kansas City Board of Trade – Срочная товарная биржа Канзаса
LCH	London Clearing House – Лондонская расчетная палата
LIBOR	London Inter Bank Offer Rate – Ставка предложения продавца на Лондонском межбанковском рынке депозитов
LIFFE	Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов
LSE	Лондонская фондовая биржа
NASD	Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам
NASDAQ	Система автоматической котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам
NASDAQ LIFFE (NQLX)	Market for Single Stock Futures – рынок для SSF
NYMEX	Нью-йоркская товарная биржа
NYSE	Нью-йоркская фондовая биржа
OTC	Внебиржевой рынок (Over-the-counter)
SEC	Комиссия по ценным бумагам и биржам
Shad-Johnson Accord	Соглашение Шэда-Джонсона
SSF	Single Stock Futures – SSF – фьючерсы на отдельные акции
USF	Universal Stock Futures – универсальные фьючерсы на акции – УФА

Web-ресурсы

Мы хотим поблагодарить следующие институты и их веб-сайты, на которых мы почерпнули огромный объем информации, помогавшей нам в написании книги.

Euronext.liffe	http://www.liffe.com
NQLX	http://www.nqlx.com
CFTC	http://www.cftc.gov
SFE	http://www.sfe.com.au
OneChicago	http://www.onechicago.com
SGX	http://www.sgx.com
ADEX	http://www.adex.ase.gr
STOXX	http://www.stoxx.com
MSCI	http://www.msci.com
Dow Jones Indexes	http://www.djindexes.com

Web-ресурсы

MEFF	http://www.meff.es
derivatives.com	http://www.derivatives.com
SEC	http://www.sec.gov
NFA	http://www.nfa.futures.org
SIA	http://www.sia.com
NSE	http://www.nse-india.com
OCC	http://www.optionsclearing.com
ISE	http://www.iseoptions.com
CBOE	http://www.cboe.com
DTCC	http://www.dtcc.com
PHLX	http://www.phlx.com
NYSE	http://www.nyse.com
CSFI	http://www.csfi.org.uk

Указатель

A

AstraZeneca, 115
ASX, 79
Australian Stock Exchange, 79

B

Beddis Mark, 77
Black-Scholes, 85
BNP Paribas, 112, 113, 114
BOE, 100
British Petroleum, 109
British Telecom, 119, 120, 140

C

Carret Phil, 73
CBOEdirect, 220
CFD, 82, 87, 88, 89, 91, 92, 93, 94, 97,
183, 185, 193, 209
CIT, 164
Citigroup Inc, 164
CNS, 218
Continuous net settlement, 218
Contracts For Difference, 82, 263

D

Dow Jones EUROSTOXX Total
Market, 236
Dow Jones EUROTOXX, 236
DTCC, 214, 219, 220, 266

E

ECN, 63, 83, 263
EDSP, 7, 141, 142, 156, 157, 212, 217,
229
Enron, 89
Equity Swaps, 82
ETF, 184
EUREX, 37, 80, 240, 252
exchange delivery settlement price,
141
exchange traded funds, 184

F

FCM, 204, 208
France Telecom, 166