



Игорь Пичугин

СВОПЫ НА АКЦИИ — ПЕРСПЕКТИВНЫЙ ПРОДУКТ ДЛЯ ДОСТУПА НА ФОНДОВЫЙ РЫНОК

Один из популярных в США и Европе продуктов — своп на акции, который несет в себе черты акции, индекса или корзины ценных бумаг и одновременно имеет процентную составляющую в виде фиксированных или плавающих процентных платежей. Данный продукт позволяет инвесторам расширять свои инвестиционные возможности, особенно при инвестировании в фондовые рынки развивающихся стран, к которым относится и Россия.

ПЕРСПЕКТИВЫ СВОПА НА АКЦИИ В РОССИИ

С каждым годом усиливается интерес иностранных и местных инвесторов к российской экономике в целом и фондовому рынку в частности. Этому способствуют предсказуемая политическая ситуация, проводимые экономические реформы, достаточно высокие цены на сырье — нефть и газ. Это лишь часть факторов, привлекающих международных и местных инвесторов к российскому фондовому рынку.

Известно, что значительная часть операций с российскими акциями и АДР на российские акции происходит за пределами Российской Федерации. Международные инвесторы по тем или иным причинам не хотят хранить активы в российских депозитариях и проводить операции напрямую в России. Инвесторы гото-

вы вложить значительные капиталы в фондовый рынок России, но из-за существующих юридических и налоговых ограничений они не могут это сделать. Для того чтобы предоставить клиентам доступ к российскому фондовому рынку, многие инвестиционные банки готовы предложить своим клиентам такой структурный продукт, как своп на акции (*Total return swap*). Данный инструмент позволяет иностранным и российским инвесторам получить доступ на российский фондовый рынок путем обмена платежей по активу на процентные платежи в виде плавающей процентной ставки *LIBOR* или фиксированной ставки. Своп на акции бывает фондируемым и нефондируемым, с полным доходом (изменение стоимости акции и дивиденды) и с частичным доходом (только доход от изменения стоимости акций). При фондируемом свопе инвестор получает прямое финансирование

своих инвестиций, так как он производит процентный платеж в обмен на поток платежей от изменения стоимости актива. При нефондируемом свопе инвестор платит за полную стоимость актива.

Своп на акции может использоваться инвесторами для хеджирования, спекуляции, минимизации транзакционных издержек. Активом свопа может выступать изменение стоимости акций или корзины акций, а также просто фондовый индекс. В США наиболее популярными индексами среди инвесторов являются S&P 500, *Dow Jones* или *Toronto Stock Exchange Index*. Основные индикаторы российского рынка — индекс РТС, сводный индекс ММВБ, которые могут быть активом свопа на акции. Также активом свопа на акции могут служить акции энергетических и телекоммуникационных региональных компаний, но особый интерес для инвесторов могут представлять акции Газпро-

ма, Сбербанк, ЮКОСа, Сургутнефтегаза, Ростелекома, Мосэнерго, «Норильского никеля» и Сибнефти, а также АДР на российские акции.

Популярной стратегией инвестирования может быть своп на спрэд между АДР и обычными акциями. Не секрет, что большинство АДР торгуется со значительным дисконтом к обычным акциям, и многие иностранные и российские инвесторы хотели бы не просто инвестировать денежные средства в АДР или акции, но и извлечь выгоду от изменения совместного вложения в данные активы путем покупки спрэда. В данном случае одной из форм инвестирования может быть своп на спрэд между АДР и акциями, торгуемыми на российском рынке. Наиболее очевидным примером является своп на спрэд между АДР и местными акциями Газпрома.

Кроме свопа на акцию, корзину акций или индекс, в мировой финансовой практике есть примеры свопа обмена платежей между двумя индексами, акцией и индексом, акцией и акцией.

Потенциал российского рынка свопов на акции оценить достаточно сложно, можно предположить, что текущая оценка составляет от нескольких десятков до сотен миллионов долларов, но через 5–10 лет реальная величина может достичь нескольких миллиардов долларов.

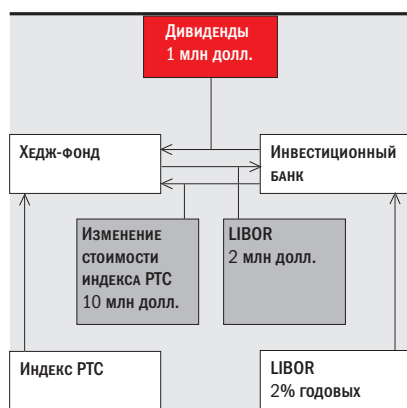
МИРОВАЯ ПРАКТИКА ЮРИДИЧЕСКОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ СВОП-СДЕЛОК С АКЦИЯМИ

При заключении своп-сделки с акциями одним из самых важных элементов является правовое регулирование и юридическая документация сделки. Свопы на акции заключаются согласно юридической поддержке ISDA (Международная ассоциация по свопам и деривативам). Ассоциация ISDA была создана в 1985 г., в период бурного роста торговли продуктами, такими как свопы и деривативы, когда профессиональные участники рынка осознали потребность регулирования и стандартизации юридической документации по такого рода сделкам для увеличения скорости совершения сделки, ее юридической поддержки и неттинга платежей.

Для совершения своп операции с акциями участники сделки — хедж-фонд и

инвестиционный банк — должны заключить общий договор *Master ISDA*. По завершению сделки оформляется *Trade Confirmation* (подтверждение сделки), в котором указывается вся информация, включая: название компаний, вступающих в сделку, вид актива (акция, корзина акций или индекс), даты заключения сделки, начала и окончания сделки, даты пересмотра ставки по процентным платежам и сама ставка, номинал, используемая валюта, налоги, вид платежей по свопу на акции, обеспечение сделки и залог, вид

СЦЕНАРИЙ 1: ФОНДОВЫЙ ИНДЕКС РТС ВЫРОС НА 10%
Рисунок 1. СХЕМА ПЛАТЕЖЕЙ ПО СВОПУ НА АКЦИИ В СЛУЧАЕ СЦЕНАРИЯ 1



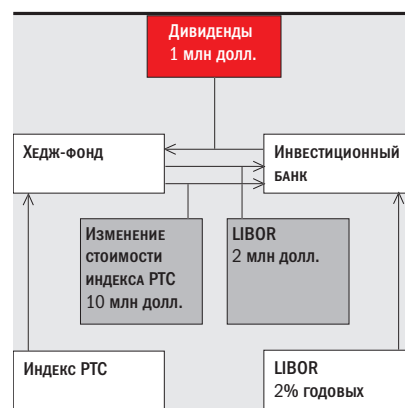
неттинга и другая информация, подтверждающая данную сделку и ее юридическое регулирование. Все спорные вопросы, возникающие после ее совершения, разрешаются через Ассоциацию *ISDA*.

ПРИМЕНЕНИЕ СВОПА НА АКЦИИ ПРИ ИНДЕКСНОМ ИНВЕСТИРОВАНИИ ХЕДЖ-ФОНДАМИ

Многие управляющие фондами как в России, так и за рубежом применяют стратегию инвестирования, основанную на следовании фондовому индексу или набору индексов. Механизм инвестирования, основанный на следовании индексу, подразумевает выбор корзины акций, представляющей общее состояние рынка или отдельного сектора фондового рынка. Издержки при таком методе значительно меньше обычного инвестирования в акции, так как инвестору не нужно покупать акции на рынке и оплачивать спрэды маркет-мейкерам за разницу в цене покупки и продажи.

Для иллюстрации работы свопа на акции и тех преимуществ, которые дает данная сделка, приведем следующий пример из практики гипотетического крупного международного хедж-фонда, желающего инвестировать крупную сумму денег в портфель российских акций. Предположим, что хедж-фонд обещает своим пайщикам получение платежей от изменения индекса РТС (минус издержки по управлению и администрированию). Это может быть выполнено следующими способами:

СЦЕНАРИЙ 2: ФОНДОВЫЙ ИНДЕКС РТС УПАЛ НА 10%
Рисунок 2. СХЕМА ПЛАТЕЖЕЙ ПО СВОПУ НА АКЦИИ В СЛУЧАЕ СЦЕНАРИЯ 2



1) покупкой каждой акции, составляющей индекс РТС в отдельности, пропорционально индексу. Такой способ достаточно трудоемкий и долгий. Среди акций могут попадаться акции «второго эшелона», которые не всегда просто купить;

2) используя индексный подход к инвестированию, можно купить фьючерс на индекс РТС (в данном случае инвестор может купить фьючерс *RUIX*, торгуемый на *FORTS*). Ликвидность рынка *FORTS* невелика, фьючерсные контракты придется «переносить» на новый срок экспирации каждый квартал. Сложности могут возникнуть и при соблюдении всех правил расчетов по фьючерсам через биржу РТС, так как расчет платежей по фьючерсным контрактам отличается от расчетов по акциям;

3) покупкой свопа на индекс РТС. Управляющий хедж-фондом обращается к российскому или западному брокеру и просит совершить своп-сделку на индекс РТС, при котором хедж-фонд будет выплачивать некоторые постоянные/переменные процентные выплаты за право получать платежи от изменения индекса РТС. Данная структура будет простой реализацией инвестирования, основанного на следовании за индексом РТС. Своп на акции будет стоить не очень дорого и позволит фондовать позицию.

Своп на акции может использоваться инвесторами для хеджирования, спекуляции, минимизации транзакционных издержек.

ПРИМЕР ПРИМЕНЕНИЯ СВОПА НА АКЦИИ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

Для практической иллюстрации инвестиционной стратегии приведем пример инвестирования в своп на акции, с помощью чего инвестор получает прибыль или убыток в зависимости от изменения индекса РТС.

Предположим, что хедж-фонд заключает своп на акции с инвестиционным банком на один год, при котором хедж-фонд получает доход от изменения индекса РТС общей стоимостью 100 млн долл.

Данная сделка будет иметь следующий вид: хедж-фонд обязан выплачивать инвестиционному банку годовой платеж, равный произведению плавающей процентной ставки *LIBOR* на 100 млн долл.

В конце года рассчитывается общая сумма дохода от инвестирования в индекс РТС, которая равняется сумме дивидендных платежей акций, входящих в индекс РТС, и изменения самого индекса за весь период в расчете на 100 млн долл. инвестированных средств. Если за данный период стоимость индекса снизилась, то хедж-фонд будет должен инвестиционному банку полную сумму изменения индекса плюс платежи по плавающей ставке *LIBOR* за год.

Предположим, что в начале 2004 г. фондовый индекс РТС составлял 600 пунктов, индекс *LIBOR* был постоянным и равнялся 2% в течение года, а дивидендный доход на индекс РТС составляет 1% в год. Если в конце 2004 г. фондовый индекс РТС составит 660 пунктов, то инвестор получит 1 млн долл. прибыли (1% дивидендного прироста, умноженного на 100 млн долл.) плюс прирост от изменения стоимости индекса за период — 10 млн долл. (10% от изменения индекса РТС с 600 до 660 пунктов умноженные на 100 млн долл.).

В итоге инвестирования инвестор получит 11 млн долл. Хедж-фонд заплатит инвестиционному банку плавающий процентный платеж 2 млн долл. (2% умноженные на 100 млн). Чистый платеж после неттинга составит 9 млн долл. в пользу хедж-фонда (рис. 1).

Если индекс РТС опускается до 540 пунктов, то хедж-фонд получает полный доход на индекс, включая дивиденды 1 млн долл. (1%, умноженный на 100 млн) минус потери от изменения индекса, — 10 млн долл. (10% от изменения индекса с 600 до 540 пунктов, умноженные на 100 млн).

В результате общий убыток фонда составит 9 млн долл. за вычетом процентных платежей, уплаченных инвестиционному банку в размере 2 млн долл. (2%, умноженные на 100 млн). Чистый убыток будет 11 млн долл. (рис. 2).

В отсутствие фьючерсного рынка на данный индекс прибегают к стратегии создания индекса акций с помощью покупки акций на рынке или совершения офсетной сделки с контрагентом с теми же параметрами.

ВЫВОДЫ

Своп на акции — эффективный и приемлемый по стоимости способ инвестирования в фондовый рынок России. Данный продукт предоставляет инвестору

Кроме свопа на акцию, корзину акций или индекс, в мировой финансовой практике есть примеры свопа обмена платежей между двумя индексами, акцией и индексом, акцией и акцией.

По аналогии с приведенными примерами в качестве актива в своп-сделке на акции могут использоваться обыкновенные российские акции, АДР, корзины акций, спреда между АДР и обычными акциями.

ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ СВОПА НА АКЦИИ

Пример показывает упрощенную модель применения свопа на акции. В реальности совершение сделки требует применения математических моделей, оценки стоимости самого свопа, определение процентной ставки, выплачиваемой хедж-фондом инвестиционному банку.

Своп на акции в своей простой форме эквивалентен портфелю форвардных контрактов на соответствующий актив. В действительности ценообразование свопа на акции зависит в большей степени от возможности инвестиционного банка хеджировать свою позицию свопа. Маркет-мейкер инвестиционного банка будет хеджировать свою позицию следующим образом: наиболее удобной техникой для хеджирования свопа на акции является использование фьючерсов на индекс акций, применяемый в свопе.

расширенные возможности для доступа на российский фондовый рынок, как для инвесторов, хранящих активы в зарубежных депозитариях, так и для российских инвесторов, желающих «зашортить» определенную акцию, индекс или корзину акций.

Особый интерес к свопу на акции может возникнуть у индексных хедж-фондов, желающих получить инвестиции в индекс или корзину акций определенного сектора экономики России. Будем надеяться, что данный продукт получит свое развитие в России и объемы совершаемых сделок вырастут. ■

Литература

1. Brian A. Eales, Moorad Choudhry. Derivatives Instruments: A Guide to Theory and Practice. Butterworth-Heinemann, Oxford, 2003.
2. Satyajit Das. Structured Products and Hybrid Securities. John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd, Singapore, 2000.

Своп на акции — эффективный и приемлемый по стоимости способ инвестирования в фондовый рынок России.