



# ***Внебиржевые деривативы и "квалифицированные инвесторы"***

18 октября 2022

© Селивановский А.С.,

профессор НИУ «Высшая школа экономики»

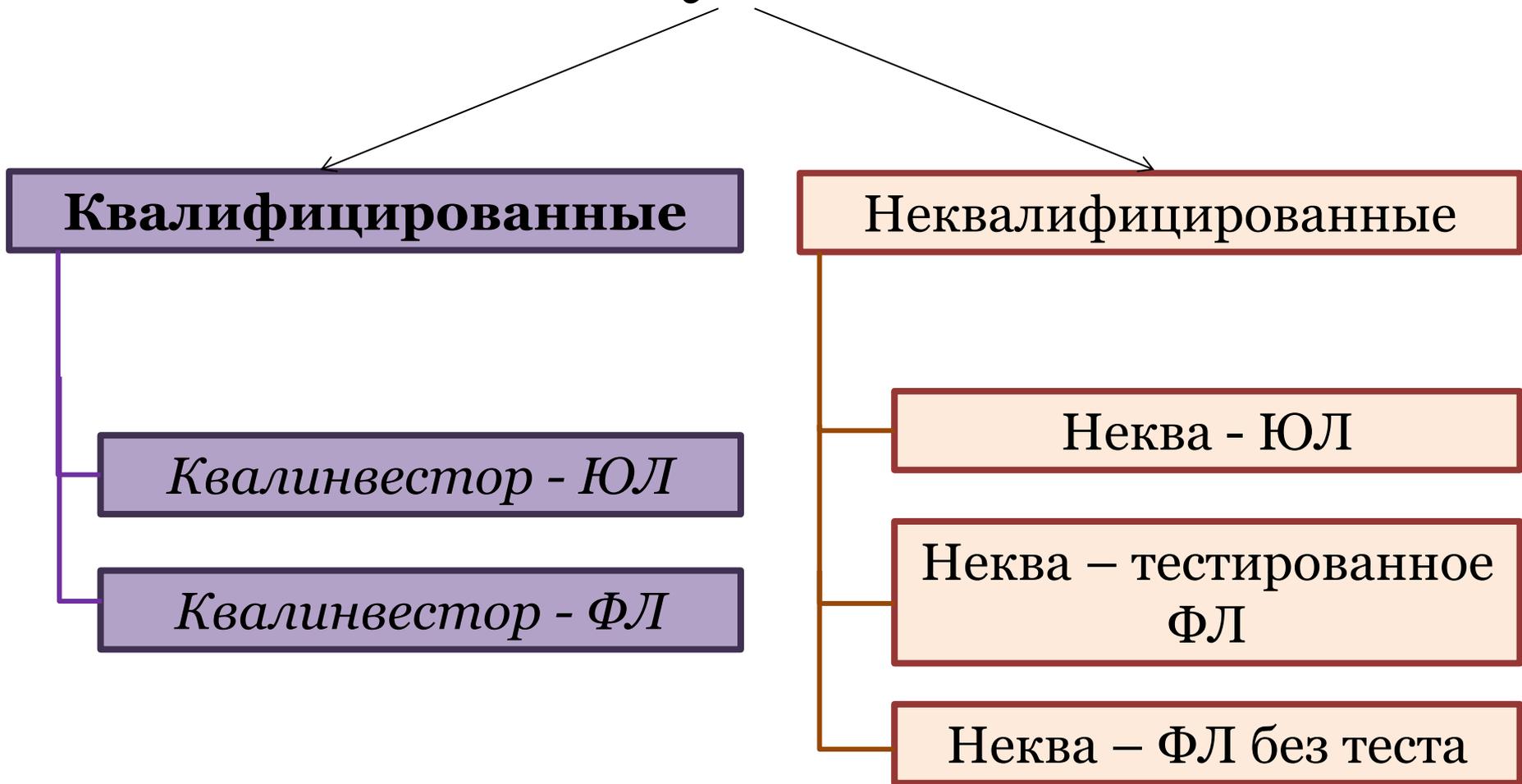
# Инвесторы на рынке ценных бумаг



Квалифицированные

Неквалифицированные

# Инвесторы на рынке ценных бумаг



# Инвесторы на рынке ценных бумаг



**Квалифицированные**

*Квалинвестор - ЮЛ*

*Квалинвестор - ФЛ*

**Неквалифицированные**

Неква - ЮЛ

Неква – тестированное  
ФЛ

Неква – ФЛ без теста

# Квалифицированные инвесторы



*В силу «прямого указания» закона*

*Признанные КИ по инициативе ЮЛ*

# Квалифицированные инвесторы



*В силу «прямого указания» закона*

*Признанные КИ **по** инициативе ЮЛ*

*Признанные КИ **БЕЗ** инициативы ЮЛ*

# Квалифицированные инвесторы



*В силу «прямого указания» закона*

*Признанные КИ по инициативе ЮЛ*

*Признанные КИ БЕЗ инициативы ЮЛ*

- 1) Годовая выручка 30+ млрд. руб.
- 2) Годовые чистые активы 700+ млн. руб.

# Зачем компаниям деривативы (ПФИ)?



# Зачем компаниям деривативы (ПФИ)?

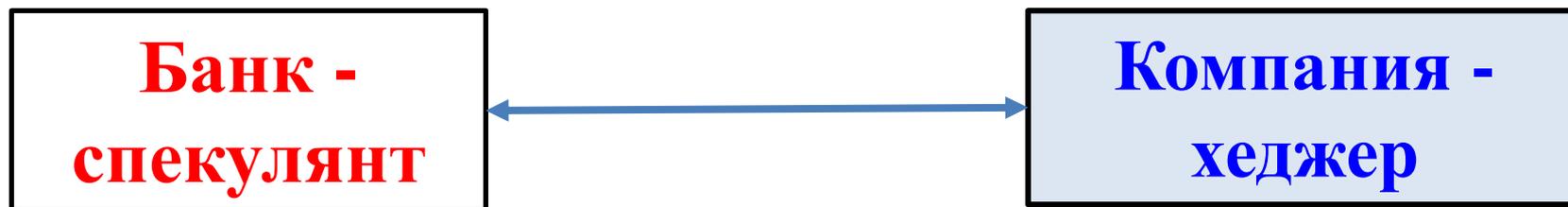
Хеджирование

валютный риск

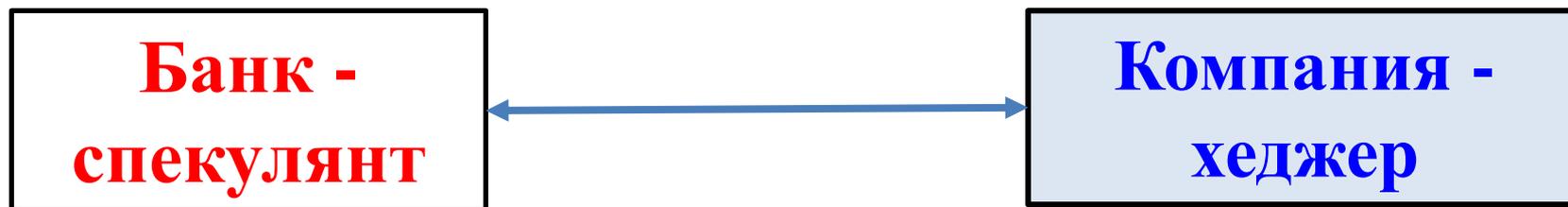
процентный риск

рыночный риск

# Контрагенты хеджеров



# Контрагенты хеджеров



Квалифицированный инвестор

Квалифицированный инвестор

*Равные стороны ?*

Хеджирование ***принудительное***

...

Хеджирование **самостоятельное**

...

Хеджирование **принудительное**

*IRS* к кредиту

Товарный хедж к кредиту

Хеджирование **самостоятельное**

...

## Хеджирование **принудительное**

*IRS* к кредиту

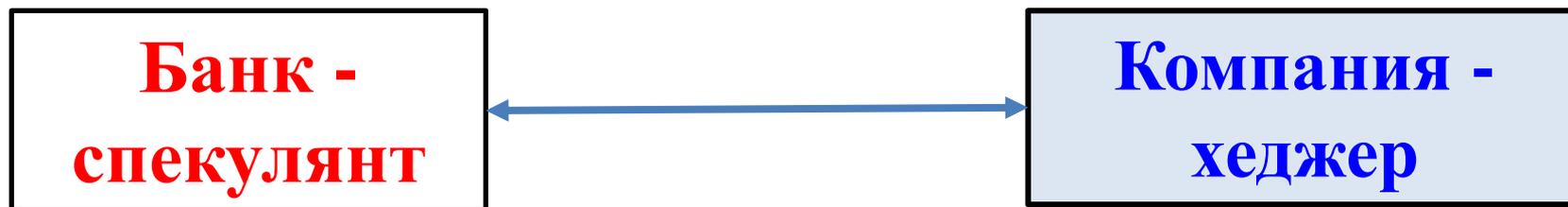
Товарный хедж к кредиту

## Хеджирование **самостоятельное**

*Валютные форварда*

Товарный хеджи

# Договорная документация



Генеральное соглашение (RISDA)

Сделки

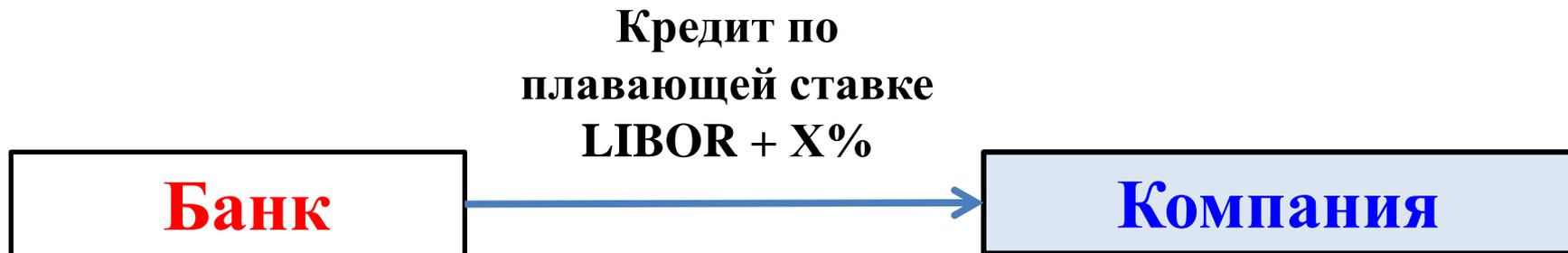
форвард

своп

ОПЦИОН

# Ситуация 1.

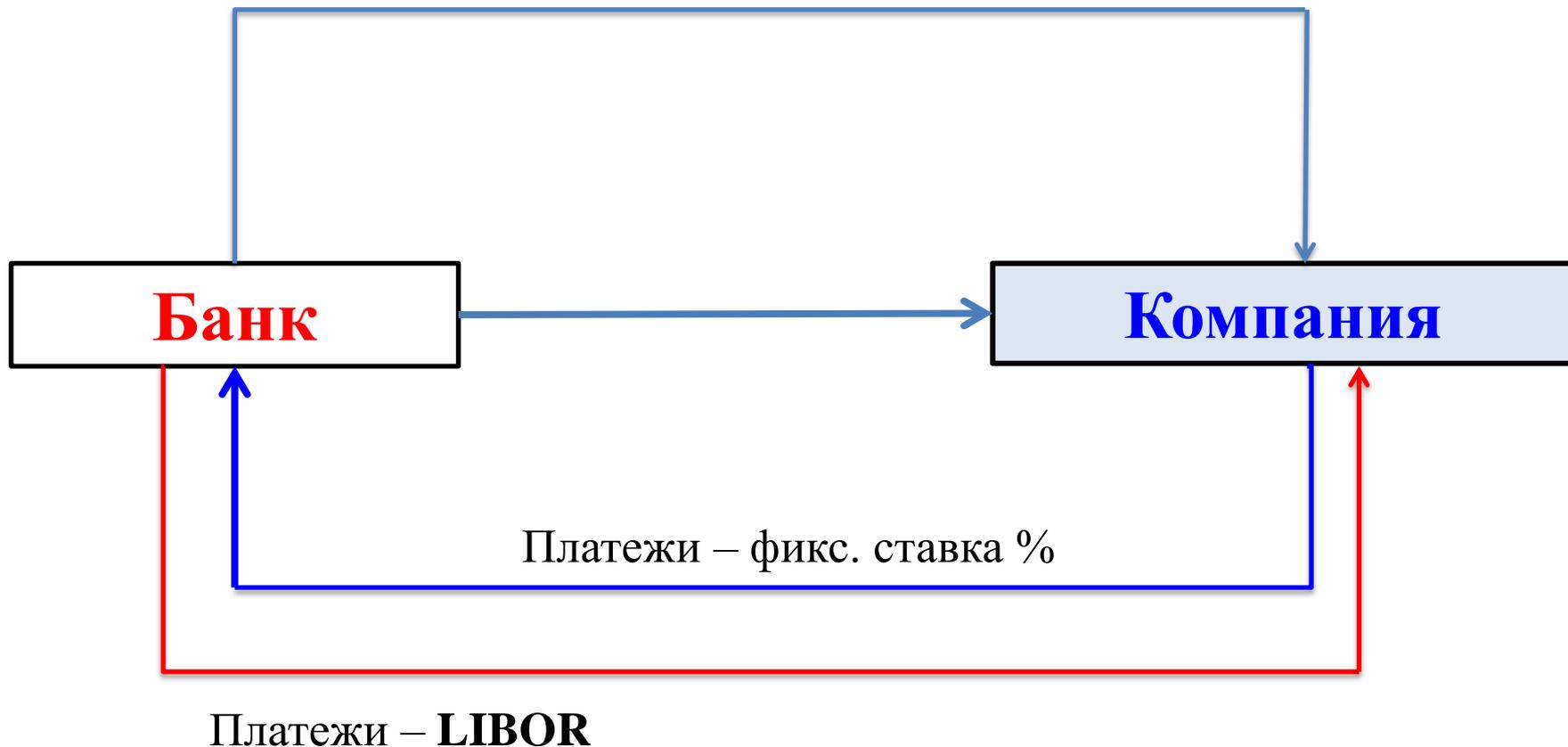
## *IRS к кредиту*



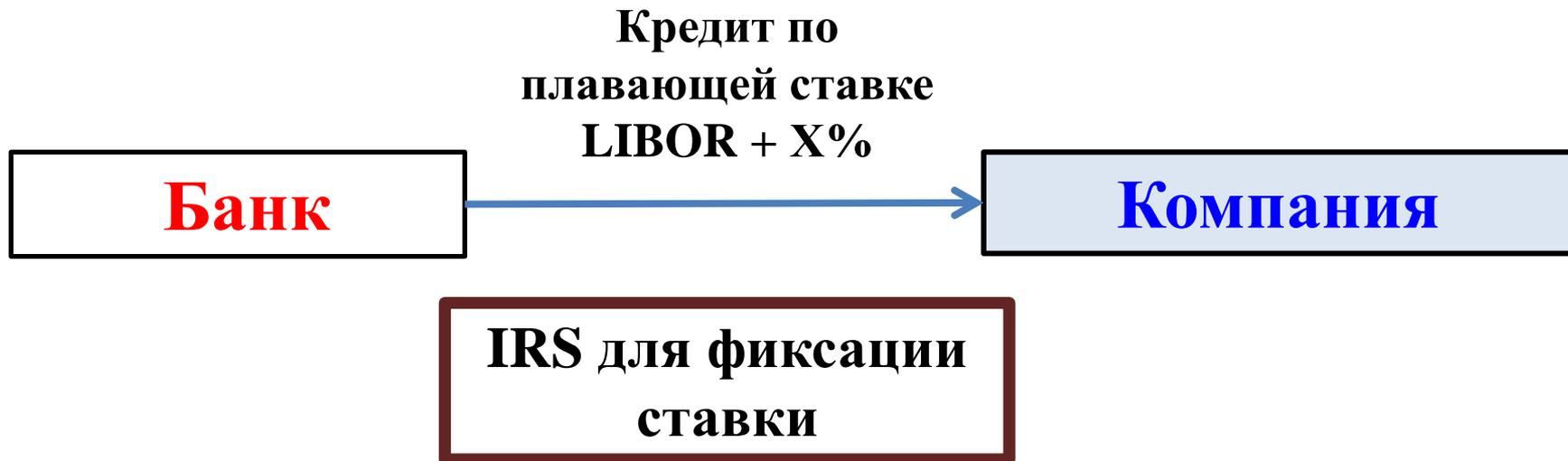
Кредитная линия 60 млн. долл. США

Срок кредита 5 лет

**Кредит по ставке  
LIBOR + X%**



Фактически ставка по кредиту была зафиксирована – 9, ...%



Кредитная линия 60 млн. долл. США  
*(не выбрана)*

Срок кредита 5 лет

# Связь IRS с кредитом



1. Выбранный кредит - **\$37 млн.**, но сумма IRS **\$60 млн.**
2. Досрочное погашение кредита НЕ приводит к «закрытию» IRS. Банк рассчитает Ликвидационную сумму для закрытия IRS

Компания  
оказалась в  
«ловушке»

# **Ситуация 2. Товарный хедж к кредиту**



Срок кредита 8 лет

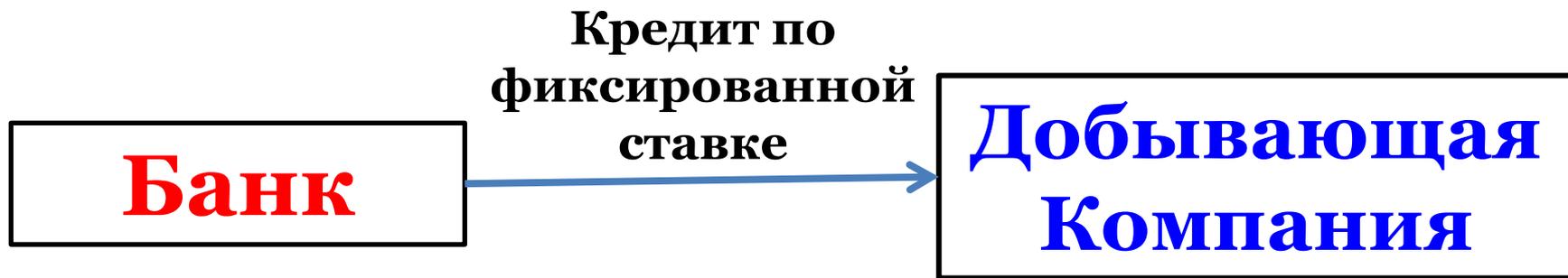
Валюта – доллары США

Ставка - 8%



Обеспечение кредита:

- Залог всего имущества
- Залог пакета акций 85%
- Продажа Банку 15% акций
- Неснижаемый остаток – 8% от тела кредита
- + запрет досрочного погашения кредита
- + необходимость получения предварительного согласия Банка на все сделки выше «порога»
- + банковское обслуживание только в Банке



Хеджирующая сделка ПРОТИВ риска  
снижения рыночной цены добываемого  
ресурса

# Хедж – условие Кредита

Обеспечить в течение всего срока Кредита

- непрерывность хеджирования цены на Товар
- по согласованному с Банком сценарию
- менее 75% от совокупного объема Кредита.

При этом **не допускается** отмена сделки хеджирования падения цены на Товар.



# Хедж Добывающей Компании

«Гарантия» продажи

100 000 ед. Товара

по цене 1000/ ед.

Хеджируется риска падения рыночной  
цены добываемого ресурса

# Особенности сделки хеджирования

- Спот-рынок Товара в России отсутствует
- Рыночная цена Товара фиксируется по индикаторам Лондона
- Добывающая Компания легко продает Товар в России по этим рыночным ценам



# Как хеджировать?

# Как хеджировать?

**Форвард**

# Как хеджировать?

**Форвард**

**Своп**

# Как хеджировать?

**Форвард**

**Своп**

**Опцион**

# Опцион put



# Опцион put



**Банк**  
Продавец  
опциона



**Добывающая  
Компания**  
Покупатель  
опциона

## **ОБЯЗАТЕЛЬСТВО**

купить у Покупателя  
100 000 ед. по  
**1000**/ ед.

# Опцион put



**Банк**  
Продавец  
опциона



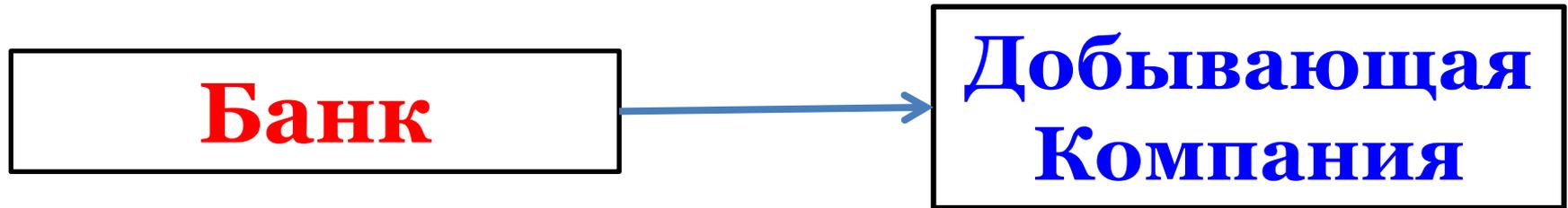
**Добывающая  
Компания**  
Покупатель  
опциона

## ОБЯЗАТЕЛЬСТВО

купить у Покупателя  
100 000 ед. по  
**1000**/ ед.

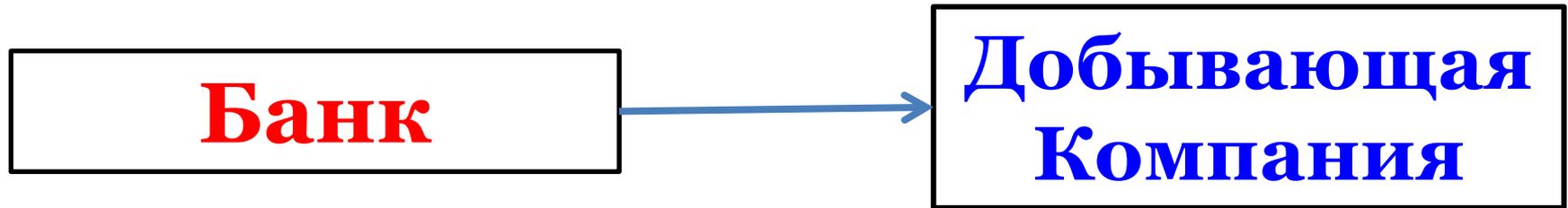
**премия**

# Опционная премия



Свободных средств  
для выплаты  
**премии** у  
Компании нет.

# Опционная премия



предлагает:

- 1) увеличить кредит на сумму премии
- 2) «обратный опцион» с такой же суммой премии

Свободных средств для выплаты премии у Компании нет.

# Опцион «обратный» put



**Банк**  
Покупатель  
опциона



**Добывающая  
Компания**  
Продавец  
опциона

**премия**

**ОБЯЗАТЕЛЬСТВО**  
купить у Покупателя  
100 000 ед. по  
**1100**/ ед.

# Опцион «обратный» put



**Банк**  
Покупатель  
опциона



**Добывающая  
Компания**  
Продавец  
опциона

**премия**

**ОБЯЗАТЕЛЬСТВО**

купить у Покупателя

100 000 ед. по

**1100**/ ед.

Зачет против  
премии Компании



Что случилось потом?

**Рыночная цена Товара –  
1300+**



# Рыночная цена Товара – 1300+



## Добывающая Компания

- обязана производить Большие выплаты по «обратным опционам»
- ...
- ...

# Рыночная цена Товара – 1300+



## Добывающая Компания

- обязана производить Большие выплаты по «обратным опционам»
- не имеет возможности продать Товар по рыночной цене – рынок пропал
- ...

# Рыночная цена Товара – 1300+



## Добывающая Компания

- обязана производить Большие выплаты по «обратным опционам»
- не имеет возможности продать Товар по рыночной цене – рынок пропал
- не имеет возможности погасить кредит

# Добывающая Компания



- Оказалась полностью в зависимости от **Банка**
- Производит выплаты по «обратному опциону»
- ...
- ...



# Добывающая Компания



- Оказалась полностью в зависимости от **Банка**
- Производит выплаты по «обратному опциону»
- Не имеет возможности продать Товар по рыночной цене
- Не имеет возможности погасить кредит



# Добывающая Компания



- Оказалась полностью в зависимости от **Банка**
- Производит выплаты по «обратному опциону»
- Не имеет возможности продать Товар по рыночной цене
- Не имеет возможности погасить кредит

Добывающая Компания  
оказалась в «ловушке»

# **Ситуация 3.**

## **Хеджирующие валютные форварда**



## Компания - импортер

Стремиться получить «гарантию» курса  
рубль / доллар



## **Компания - импортер**

Стремиться получить «гарантию» курса  
рубль / доллар

Стремиться захеджировать риск падения  
рыночной цены добываемого ресурса

**Банк**

предлагает расчетные  
валютные форвардные  
договоры с Банком



2021 - Генеральное соглашение (RISDA)

Расчетные валютные  
форварды

# Заключение форвардов



- Через Умную программу Банка, без переговоров с менеджерами
- Банк установил Компании лимит
- Можно в любой момент закрыть открытую позицию встречной сделкой

# 2022



- 24.02 Банк закрыл лимит Компании
- Умная программа Банка не работала
- Компания лишена возможности закрыть позицию нельзя
- Курс доллара 120,38 (11.03)

# Март 2022



Огромное обязательство Компании по мартовскому форварду

Банк:

- списывает все средства со всех счетов Компании в Банке, но этих средств не хватает
- отказывается от каких-либо переговоров с Компанией

# Банк



- закрывает все «открытые» позиции Компании (исполнение в апреле, мае и пр.) по мартовским курсам
- предъявляет Компании иск на «непогашенную задолженность»

Компания - импортер  
оказалась в «ловушке»

# Квалифицированные инвесторы



остаются *«слабой стороной»* в договорных  
отношениях с профессиональными  
участниками финансового рынка



А.С. СЕЛИВАНОВСКИЙ

**ПРАВОВОЕ  
РЕГУЛИРОВАНИЕ  
РЫНКА  
ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ  
ИНСТРУМЕНТОВ**





Больше информации и статей о ценных бумагах, профессиональных участниках, сделках, деривативах и пр. – см. канал [https://t.me/selivanovsky\\_as](https://t.me/selivanovsky_as) и сайт [selivanovsky.ru](http://selivanovsky.ru)