

В течение последних 30 лет финансовые рынки подверглись кардинальным изменениям. 1970-е годы ознаменовали начало лавинообразного бума финансовых инноваций — инструментов, процессов и стратегий. Такого мощного качественного скачка за столь короткий промежуток времени не было, пожалуй, никогда в истории финансовых рынков. Сегодняшние рынки невозможно представить без срочных инструментов — опционов, фьючерсов, FRA, свопов. Финансовые, да и нефинансовые компании используют в повседневной деятельности изощренные финансовые стратегии, включающие в себя всевозможные комбинации существующих инструментов, создают свои, индивидуальные финансовые инструменты и располагают практически неограниченными возможностями для вариации величины риска и перекладывания рисков на контрагентов. А ведь всего 30 лет назад ситуация на финансовых рынках радикально отличалась от сегодняшней. Мир еще не был знаком со словосочетанием «финансовый инжиниринг».

Финансовый инжиниринг — это разработка инновационных финансовых продуктов. На развитых рынках финансовый инжиниринг уже давно не редкость. Над разработкой новых финансовых продуктов трудятся инвестиционные банки, фондовые биржи, инвестиционные фонды, банковские организации и даже обычные корпорации, принадлежащие к нефинансовым секторам экономики.

Но Украину, к сожалению, этот процесс обошел стороной. Тому есть объективные причины, связанные с недостаточностью развития финансовой системы, прежде всего недостаточными количественными параметрами, результатом которых становится качественное отставание. Даже русскоязычной литературы, посвященной финансовому инжинирингу, существует чрезвычайно мало. По моему мнению, это довольно досадное упущение, поскольку опыт развитых финансовых рынков всегда полезен, даже если украинский рынок пока не позволяет применить этот опыт на практике. Ведь все финансовые системы находятся в поступательном развитии, и рано или поздно в наших условиях появится возможность применения разнообразных опционных стратегий, свопов и заключения фьючерсных сделок. Постигание опыта развитых рынков позволит избежать многих ошибок, а вот недоста -

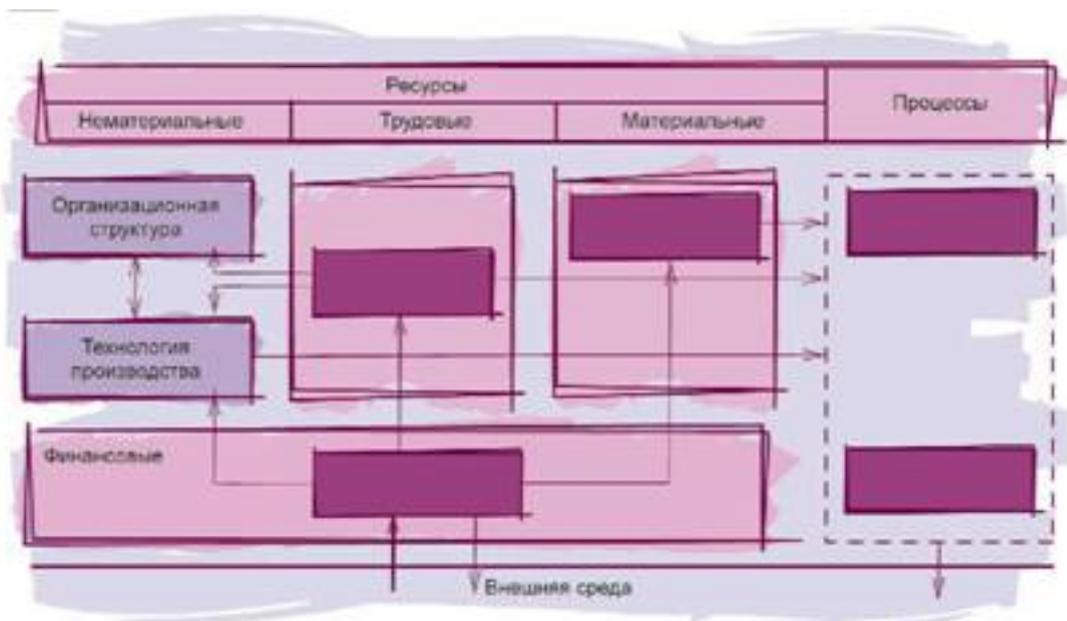
точное его знание может создать серьезный барьер на пути к развитию фондового рынка в Украине.

Финансы в системе предприятия

Для соблюдения последовательности дальнейшего изложения рассмотрим систему

предприятия. С чего начинается любое предприятие? Предприятие — это комплексная система, организм. Попробуем схематично отобразить те элементы, которые составляют систему предприятия. Приблизительно это выглядит так, как показано на рисунке 1.

Рисунок 1 - Предприятие — комплексная система



Предприятие как система характеризуется тем, что каждый из его элементов является необходимым звеном в его работе. Можно расставлять приоритеты и спорить, какой из элементов важнее, но одно определено — без какого-либо из этих элементов предприятие не будет функционировать. Поэтому нельзя утверждать, что важнее: хорошая технология, грамотный менеджмент или качественное сырье? Несомненно, каждый из элементов по-своему важен, но именно финансовые потоки связывают внешнюю среду с самим предприятием и прямым или косвенным образом относятся ко всем прочим элементам предприятия (внутренней среды).

Следовательно, финансы — важный и неотъемлемый элемент предприятия. Как и другие элементы, он нуждается в контроле, управлении и оптимизации. Схематично любое предприятие можно представить в виде совокупности финансовых потоков. Причем для понимания значения финансового инжиниринга можно рассматривать

абстрактное предприятие, независимо от принадлежности к какой-либо отрасли. Для финансового инжиниринга безразлично, относится ли предприятие к сфере производства или к сфере услуг, банк ли это или инвестиционный институт. Единственным ограничением является основная цель деятельности предприятия. Целью должно быть получение прибыли.

Управление финансовыми потоками

У предприятия существует два вида финансовых потоков: поток, формирующий денежный фонд, и поток, распределяющий этот денежный фонд. Первый вид потоков относится к пассивным операциям предприятия, он затрагивает источники формирования денежных ресурсов; второй — к активным, инвестиционным операциям.

Если существует два вида потоков, то существует как минимум и два способа управления ими. Первый способ — управление пассивами, то есть деятельность, осуществляемая по сценарию «найти возможности исходя из потребностей». Другой сценарий — найти наиболее подходящие активы исходя из имеющихся возможностей (пассивов) предприятия. В этом случае, напротив, пассивы представляют собой инертную структуру, но имеется ряд инвестиционных возможностей их приложения.

Наконец, существует еще один популярный способ управления финансовыми потоками, который трудно отнести к какой-либо категории — это срочные сделки, связанные с использованием производных финансовых инструментов. Покупку, например, форвардного контракта можно расценивать, с одной стороны, как кредиторскую задолженность (если по окончании срока владелец получает маржу), с другой — как дебиторскую (если по окончании срока он будет обязан сделать выплаты). Срочный характер сделок с производными не позволяет однозначно отнести их только к одной из сторон баланса. Производные ценные бумаги могут быть использованы для снижения рисков в рамках любой из предыдущих двух стратегий: как в рамках управления активами, так и пассивами.

Финансовый инжиниринг

Термин «финансовый инжиниринг» впервые появился в финансовой литературе в конце 1980-х годов. К этому времени уже укрепилась рынки производных финансовых инструментов, а также получили широкое распространение различные инновационные виды финансовых инструментов. Поскольку финансовый рынок в наибольшей степени развит в США, то неудивительно, что именно там и появилось впервые понятие «financial engineering».

Существует несколько определений финансового инжиниринга:

1. «Финансовый инжиниринг — комбинирование или декомпозиция существующих финансовых инструментов для создания новых финансовых продуктов».
2. «Финансовый инжиниринг — это применение финансовых инструментов для преобразования существующей финансовой ситуации в другую, обладающую более желательными свойствами».
3. «Финансовый инжиниринг включает в себя проектирование, разработку и реализацию инновационных финансовых инструментов и процессов, а также творческий поиск новых подходов к решению проблем в области финансов».

Финансовый инжиниринг подразумевает не простое использование уже существующих финансовых инструментов. Он подразумевает создание если не новых финансовых инструментов, то хотя бы комбинаций уже существующих, а также стратегий, направленных на достижение интересов предприятия.

ГЛАВНЫЕ ЦЕЛИ ФИНАНСОВОГО ИНЖИНИРИНГА:

- Создание оптимального уровня риска. Эта цель перекликается с описанной выше концепцией управления финансами предприятия. Финансовый инжиниринг включает в себя первый и третий способы управления финансовыми потоками, а именно создание соответствующей структуры пассивов, позволяющей либо перераспределить риски на ссудодателей (в ущерб стоимости такого финансирования), либо принять на себя дополнительные риски (для снижения стоимости). Кроме того, финансовый инжиниринг включает в себя управление риском с помощью производных инструментов. Финансовый инжиниринг — это своего рода поддержка выбранной инвестиционной политики оптимальным сочетанием структуры пассивов и мерами по снижению финансовых рисков с использованием производных. Именно данный аспект финансового инжиниринга применяется большинством нефинансовых корпораций.
- Спекуляции и арбитраж:. Данные цели преследуются в основном финансовыми институтами — примером арбитража могут служить стриппы, спекуляций — различные опционные стратегии.
- Извлечение прибыли на основе использования рыночных несовершенств и незанятых сегментов рынка.

Одним из важных факторов развития финансовых инноваций являются налоги и регулятивные ограничения. Мертон Миллер, например, считает этот фактор если не единственным, то, по крайней мере, определяющим. В своих работах он определяет

финансовые инновации как непредсказуемые усовершенствования в ряду финансовых продуктов и инструментов, вызванные неожиданными изменениями в сфере налогообложения и регулятивных ограничений. Для иллюстрации своего взгляда он приводит следующие примеры:

- рынок еврооблигаций появился как противовес решению Правительства США удерживать у источника выплаты доходов по облигациям, размещенным в США среди иностранных инвесторов налога в размере 30 %;
- появление облигаций с нулевым купоном как ответ на ошибку налоговой службы США, которая рассчитывала ежегодные налоговые вычеты исходя из простого процента вместо сложного. Даже когда эта оплошность была устранена, большой спрос на облигации с нулевым купоном сохранился со стороны японских корпораций, поскольку согласно национальному законодательству доход
 - по таким инструментам приравнивался к приросту капитала и не облагался налогом;
 - валютные фьючерсы обязаны своему появлению устранению Бреттон-Вудской системы фиксированных валютных курсов;
 - появление рынка евродолларов было вызвано так называемым «Правилom Q», согласно которому был установлен потолок на величину процентных ставок, выплачиваемых по вкладам, размещенным в коммерческих банках США;
 - появление свопов изначально было вызвано тем, что Правительство Великобритании ввело запрет на финансирование британских фирм в долларах и финансирование зарубежных фирм в фунтах стерлингов.

Говоря о «значимых успешных финансовых инновациях», Миллер определяет «успешные инновации» как те, которые позволили сохранить деньги компании несмотря на введенные государством налоги и ограничения. Успешные инновации становятся «значимыми» (significant), если они остаются жизнеспособными и после устранения таких ограничений.

Во многом схожие взгляды высказывает и Сильбер в статье «Процесс финансовых инноваций». Он полагает, что инновационные финансовые инструменты и процессы являются механизмом, способствующим компании подстроиться под существующие финансовые препятствия. По его мнению, компании пытаются максимизировать полезность, ограниченную внешними факторами, часть из которых продиктована действующим законодательством, часть — рыночными условиями, другие ограничения приняты компанией добровольно.

В отличие от них Дж. Ван Хорн подходит к проблеме финансовых инноваций в большей

степени с точки зрения инвестора, нежели эмитента. Он считает тот финансовый инструмент или процесс инновационным, в результате применения которого рынок становится более эффективным и/или совершенным. Финансовая инновация делает рынок более эффективным, если в результате снижаются транзакционные издержки или величина налогов или уменьшается глубина финансовых потерь.

Финансовая инновация делает рынок более совершенным, если характеристики доходов от инвестиций в такую финансовую инновацию являются уникальными, то есть на рынке не существует такой ценной бумаги или такой комбинации ценных бумаг, которые могли бы создать потоки доходов с аналогичными характеристиками. Совершенным рынком, замечает Ван Хорн, считается такой рынок, на котором любое возможное обстоятельство учтено хотя бы одной ценной бумагой.

Поскольку таких обстоятельств существует великое множество и, более того, в каждый момент времени возникают новые непредвиденные обстоятельства, то на рынке остаются инвесторы с неудовлетворенными инвестиционными предпочтениями. А раз так, то всегда существуют возможности для разработки ценных бумаг, которые бы отвечали интересам инвестора в аспектах срока до погашения, процентной ставки, гарантий, характеристики денежных потоков, возможности досрочного погашения и множестве других.

Другими словами, в основе несовершенства рынка лежит его сегментация, то есть дифференциация рынка в соответствии с предпочтениями потребителей.

Финансовый инжиниринг в Украине

Как видно из мировой практики финансового инжиниринга, Украина с ее постоянно меняющимся законодательством является благодатным полем для развития инновационных финансовых продуктов.

Так, принятие Закона Украины «О финансово-кредитных механизмах и управлении имуществом при строительстве жилья и операциях с недвижимостью» стимулировало использование Застройщиками таких финансовых инструментов, как целевые облигации. Наряду с использованием целевых облигаций появились новые финансовые институты — Фонды Финансирования Строительства.

Внесение изменений в Закон Украины «Об инвестиционной деятельности» (см. статью 4 закона «Объекты инвестиционной деятельности») еще более подстегнуло развитие новых финансовых инструментов.

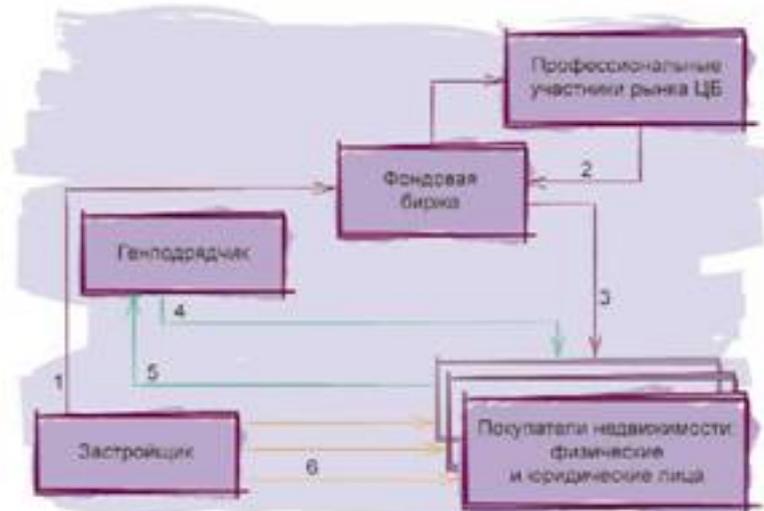
В настоящий момент уже разработан и используется с 2005 года новый инновационный финансовый продукт для реализации строительных проектов. Конкретный жилой дом, где были впервые применены производные ценные бумаги, уже построен и сдан в эксплуатацию. Инвестирование строительства происходит путем эмиссии Застройщиком опционов и дисконтных облигаций.

К преимуществам использования производных ценных бумаг в строительстве можно отнести:

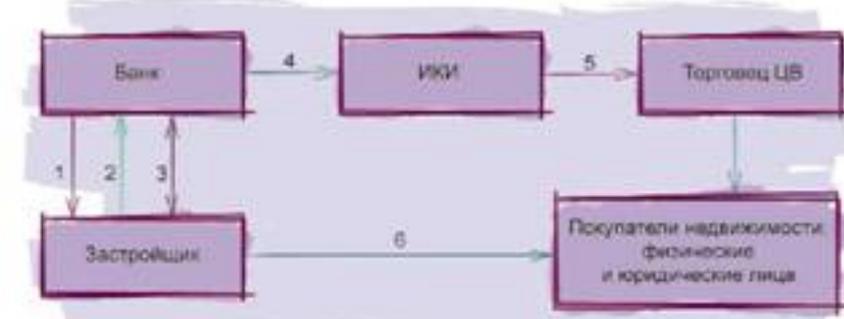
1. Рыночный механизм формирования и изменения цены на недвижимость.
2. Первым покупателем опционов (при их первичном размещении) выступает Венчурный фонд, имеющий достаточный денежный потенциал.
3. Венчурный фонд выступает оператором при вторичном рынке опционов, обеспечивая их ликвидность.
4. Для покупателей опционов и облигаций предусмотрено индивидуальное страхование их финансовых рисков при неисполнении Застройщиком своих обязательств.
5. Определенность налоговых обязательств, которые возникают у покупателей опционов и облигаций.
6. Возможность реализации недвижимости после завершения строительства и сдачи объекта в эксплуатацию с использованием производных ценных бумаг.
7. Наличие перспективы и финансового будущего у производных ценных бумаг как механизма продажи недвижимости.

Краткое описание использования производных ценных бумаг в строительстве приведено на рисунке 2.

Рисунок 2 - Использование производных ценных бумаг при реализации строительных проектов



ЦБ РФ в качестве профессионального участника рынка ценных бумаг (РЦБ) осуществляет продажу облигаций с ипотечным покрытием. Покупатели облигаций могут быть как физическими, так и юридическими лицами. При этом облигации с ипотечным покрытием являются ценными бумагами, которые могут быть обременены ипотекой. Это означает, что облигации с ипотечным покрытием являются ценными бумагами, которые могут быть обременены ипотекой. Это означает, что облигации с ипотечным покрытием являются ценными бумагами, которые могут быть обременены ипотекой.



Банк и застройщик реализуют ипотечный сбор в пользу ипотечного фонда. Банк с лицензией осуществляет продажу облигаций с ипотечным покрытием. Торговец ЦБ осуществляет продажу облигаций с ипотечным покрытием. Покупатели облигаций могут быть как физическими, так и юридическими лицами. При этом облигации с ипотечным покрытием являются ценными бумагами, которые могут быть обременены ипотекой.