

© **О.Г. Семенюта,**
д.э.н., профессор, зав. кафедрой
«Банковское дело» РГЭУ «РИНХ»

© **А.В. Кутаев,**
сотрудник Управления ценных бумаг
ОАО КБ «Центр-Инвест»

БАНКОВСКИЕ УСЛУГИ ПО ОРГАНИЗАЦИИ ХЕДЖИРОВАНИЯ РИСКОВ КЛИЕНТОВ

По мере развития рыночных механизмов, вовлечения Российской экономики в мировой процесс глобализации все более весомое значение в совокупном спектре рисков, с которыми сопряжена предпринимательская деятельность, занимают финансовые риски. Потери от финансовых рисков как проблема финансового управления компанией традиционно как в теории, так и в практике западного финансового менеджмента разрешаются посредством хеджирования финансовых рисков с помощью производных финансовых инструментов (фьючерсов, опционов, свопов), так называемых «деривативов». Тем не менее, управление рисками путем формирования портфеля производных финансовых инструментов лежит в плоскости корпоративных финансов и в условиях российской экономики применимо к крайне ограниченному числу крупных компаний. Однако потребность в ограждении от потерь, связанных с финансовыми рисками, является насущной задачей динамично развивающихся российских предприятий разных масштабов и форм собственности. Авторы статьи видят разрешение данной проблемы в привлечении банков к процессу хеджирования финансовых рисков предприятий. Зрелые с точки зрения культуры и техники взаимодействия с финансовыми рынками, обладающие сравнительно более мощными финансовыми ресурсами банки способны нивелировать трудности применения западных методик хеджирования риска в экономической практике российских предприятий. Вопросы осуществления банками данной функции требуют анализа текущего состояния рынка производных финансовых инструментов и разработки

методики предоставления банковской услуги по страхованию финансовых рисков предприятий.

В настоящее время на долю мирового внебиржевого срочного рынка приходится свыше 90% всей номинальной стоимости находящихся в обращении деривативов, а это около \$100 трлн., и среднедневной оборот на нем составляет около \$600 млрд. По обороту соотношение внебиржевого рынка с биржевым примерно 50:50 — это объясняется тем, что во внебиржевой торговле практически отсутствует вторичный рынок заключенных контрактов, в отличие от биржевой, где вторичный рынок и обеспечивает основной оборот [1].

В России срочный рынок зародился при переходе к рыночным условиям хозяйствования в начале 90-х гг. Первые торги фьючерсными контрактами (в долларах США) стала проводить Московская товарная биржа. В 1992 г. были приняты «Временные правила фьючерсной торговли» на МТБ. Появились фьючерсы на ГКО. Затем лидирующие позиции на российском рынке срочных контрактов занимали различные торговые площадки: то основная торговля этими инструментами концентрировалась на Московской товарной бирже, то на Московской центральной фондовой бирже и Российской бирже, то центр торговли фьючерсными и опционными контрактами перемещался в Санкт-Петербург [2].

Первые торги фьючерсами в Секции срочного рынка на ММВБ состоялись 12 сентября 1996 г. При этом были введены в обращение фьючерсы на доллар США и ГКО. В августе 1998 г. все операции со срочными контрактами на ММВБ были приостановлены (на рынке был объявлен форс-мажор, в связи с чем открытые позиции по всем контрактам были принудительно ликвидированы) и возобновились лишь 2 года спустя, в ноябре 2000 г.

Августовский кризис 1998 г. вообще привел фактически к тому, что рынок срочных контрактов перестал существовать, однако с конца 1999 г. началось его постепенное восстановление. Лидером в этом вопросе выступила Фондовая биржа «Санкт-Петербург», затем эстафету приняла и срочная секция Московской межбанковской валютной биржи. На основе торгово-расчетной технологии и программного обеспечения первой была создана в сентябре 2001 г. крупнейшая на сегодняшний день площадка по торговле срочными инструментами — FORTS (Фьючерсы и опционы в РТС). Таким образом, срочный рынок, который раньше контролировала биржа «Санкт-Петербург» и специализировалась на этом 7 лет, полностью перешел под контроль РТС, которая смогла не только унаследовать весь этот бизнес, но и привнесла в него новую струю в виде новых инструментов и повышения ликвидности.

В настоящее время основными торговыми площадками, концентрирующими практически весь оборот срочного рынка, являются биржи:

Фондовая биржа РТС, Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) и Санкт-Петербургская валютная биржа (СПВБ), однако Российская торговая система контролирует почти 90% рынка срочных контрактов в России. В FORTS аккредитовано почти 70 организаций из Москвы, Санкт-Петербурга, Новосибирска, Екатеринбурга, Самары, Ростова-на-Дону, Казани и Абакана [3]. На сегодняшний день на нем торгуются фьючерсы на самые ликвидные российские акции (РАО ЕЭС, Газпром, Лукойл, Сургутнефтегаз, Ростелеком), на курс доллара и на внутренний облигационный займ Москвы, а также опционы на акции (РАО ЕЭС, Газпром, Лукойл). Планируется введение новых инструментов.

Ежедневный оборот фьючерсов на рынке FORTS в среднем составляет 745 млн. руб. (\$24,8 млн.), опционов — 41,8 млн. руб. (около \$1,4 млн.), всего — 787,8 млн. руб. (или \$26,2 млн.), в то время как среднесуточный оборот на классическом рынке акций РТС составляет \$34,4 млн. [4]. Его пытается догнать срочный рынок ММВБ, ежегодно увеличивая в несколько раз обороты рынка и вводя новые инструменты в обращение.

Тем не менее, суммарный оборот всего российского срочного рынка, включая производные инструменты на валюты, ценные бумаги и фондовые индексы, составил в 2002 г. \$3,5 млрд., что не

Это связано, в первую очередь, с банальной неосведомленностью служащих финансовых служб предприятий о принципах работы с деривативами и тех возможностях, которые они предоставляют. Опрос руководителей и служащих финансовых служб различных уровней порядка 120 компаний (в основном нефинансовые компании) г. Москвы, проведенный аудиторско-консультационной фирмой «Современные бизнес-технологии» еще в середине 2001 г., дал следующие результаты.

На вопрос: «Надо ли защищаться от воздействия финансовых рисков?» ответ «да» дали 89,41% опрошенных, а на вопрос: «Каким доминирующим финансовым риском подвержена Ваша компания?» ответы были следующими:

- риску изменения цены на товары, сырье подвержены 60% компаний, которые представляли опрашиваемые;
- риску изменения валютного курса — 35%;
- риску изменения цен на акции — 10%;
- риску изменения процентной ставки — 15%.

Однако на вопрос: «Знаете ли Вы основные особенности использования производных инструментов — основного способа избежать рыночного риска на Западе?», были получены следующие ответы:

Ответ «да»	Ответ, % от общего числа опрошенных
Форвардные контракты	60
Фьючерсные контракты	63,53
Опционы	49,41
Свопы	34,12
Другие	9,41

превышает 0,001% оборота мирового срочного рынка только на финансовые активы, а в 2001 г. — 675 млн. долл., тогда как оборот мирового биржевого срочного рынка (который в разы меньше внебиржевого) на финансовые активы достиг в том же году 594 трлн. долл. США [5]. Причем объем торгов российского срочного биржевого рынка составляет только 10-15% от общего объема рынка акций. Общий ежедневный оборот российских банков по валюте составляет более \$1 млрд. Валютные же фьючерсы торгуются примерно на \$100 — максимум \$200 млн. долларов ежедневно [6] и являются основными инструментами российского срочного рынка.

Таким образом, российские предприятия, успешно внедряющие западные принципы инвестиционной деятельности, финансового менеджмента и маркетинга, практически не совершают операций хеджирования, т.е. защиты от возможного проявления рыночных рисков (изменения курсов валют и ценных бумаг, процентных ставок и цен на сырьё и др.) с помощью инструментов срочного рынка.

То есть половина опрошенных не имеют представления об экономической сущности одного из самых известных в мире инструментов срочного рынка — опционе [7]. С тех пор, по словам С. Мордашова, проводившего этот опрос, ситуация изменилась не сильно.

Во-вторых, даже если финансовые служащие компаний готовы использовать деривативы для хеджирования рисков, высшее руководство компаний не согласно идти на дополнительные издержки, неизбежные при хедже, и находят огромное количество причин, по которым хеджирование для их компании излишне. Парадоксально, но факт, что отечественные управляющие готовы терять деньги на основном бизнесе, но у них совершенно отсутствует желание пойти на некоторые затраты ради защиты своих доходов.

В пример можно привести одного предпринимателя, у которого в начале лета 1998 г. было намерение покрыть риск обесценивания рубля по отношению к доллару на весь объем продаж до конца года, используя для этого фьючерсы, торгу-

емые на Чикагской товарной бирже. Однако, когда расчеты показали, что для этого ему потребовалось бы временно отвлечь от хозяйственных операций 4–6 млн. долл., вопрос более не поднимался. Итог был печален: в результате августовского кризиса убытки от неприменения хеджа составили 250–300 млн. долл.[8].

И, в-третьих, предприятия боятся неисполнения обязательств контрагентов по срочной сделке, неликвидности срочного рынка. И у них есть на то все основания. Все наметившиеся позитивные сдвиги в развитии срочного рынка России свел на нет финансовый кризис 1998 года, когда биржи, осуществляющие торговлю срочными инструментами, выступающие для каждого из участников торгов контрагентами, не смогли выполнить своих обязательств перед ними. Доверие к рынку было основательно подорвано, и только Фондовая биржа «Санкт-Петербург» благодаря своей технологии осуществления торгов, подразумевающей несколько гарантийных фондов и ежедневный расчет по вариационной марже, хоть и столкнулась с трудностями, смогла продолжить работу. В частности, это и объясняет лидирующее положение FORTS на срочном рынке России, созданном на базе ФБ «Санкт-Петербург».

Но неиспользование российскими нефинансовыми компаниями возможностей срочного рынка чревато негативными последствиями не только для них самих, но и для российской экономики в целом.

Например, выборочный анализ по предприятиям России показал, что в 1996 г. использование механизма хеджирования только в 3 (трех!) фирмах способно было обеспечить дополнительный приток 16 млрд. долл. брутто-дохода в год (в то время это равнялось дефициту государственного бюджета!) [9].

Оценка потерь в масштабе национальной экономики и вовсе грандиозна. Эта величина составляет около 25–30 млрд. долл. в год. Даже с учетом того, что хеджирование не всегда бывает уместным, общие потери могли бы быть уменьшены никак не менее чем на 18–20 млрд. долл. в год. Бюджет, соответственно, только от снижения прямых налоговых поступлений ежегодно теряет 6–8 млрд. долл.[10]. А это десятая часть доходов федерального бюджета 2003 г. (80,6 млрд. долл.). Результаты дальнейшего анализа с использованием мультипликаторов свидетельствуют, что использование части этих средств можно направить на увеличение потребительского спроса (выплаты зарплат бюджетникам, стипендий, пособий и т.д.), стимулирование сбережений в обществе и их трансформации в инвестиции на базе роста накоплений на банковских вкладах, а также развивать государственные инвестиции, что в целом активизировало бы экономический рост и т.д. При этом

неполученные в результате отказа от хеджа средства сами предприятия могли использовать с тем же успехом: вложить в развитие своей деятельности, направить на выплату дивидендов, увеличить зарплаты персоналу и т.д.

А что мешало российским банкам хеджировать риски, возникающие в результате заключения форвардных контрактов на валютно-обменный курс рубля к доллару в 1998 году?

Учитывая все вышеизложенное, можно утверждать, что возникла острая необходимость использования российскими хозяйствующими субъектами возможностей деривативов для хеджирования своих рыночных рисков, тем более что в России для этого имеются все условия, а в развитых западных странах это уже давно сложившаяся обыденная, повседневная практика. Для удовлетворения этой необходимости предлагается следующее:

Ввести в практику банковского дела новую банковскую услугу — хеджирование, суть которой заключается в разработке и последующей реализации стратегии хеджирования рыночных рисков предприятий-клиентов с помощью производных финансовых инструментов.

То есть компании, подверженные в своей деятельности рискам изменения валютного курса, процентной ставки или же курса ценных бумаг, обращаются в банк. Банк, если требуется, оценивает эти риски и разрабатывает индивидуальную и оптимальную для каждого клиента стратегию хеджирования этих рисков, используя весь спектр целесообразных по мнению банка и доступных срочных инструментов, беря за это комиссионное вознаграждение.

Для начала банкам предлагается работать только на биржевом срочном рынке, т.к. он ликвиден и обязательства контрагентов гарантируются биржей, а затем, по мере развития российского срочного рынка, выходить и на внебиржевой рынок деривативов. Работать предлагается на FORTSe, так как, как уже было сказано выше, на нем осуществляется почти 90% срочных сделок в России, и секции срочного рынка ММБФ, который предлагает фьючерс на евро, не обращающийся пока на рынке FORTS.

С помощью срочных инструментов, обращающихся на этих 2-х площадках, возможно хеджировать следующие виды рисков:

- изменения курса доллара США — с помощью фьючерсов на доллар США — FORTS;
- изменения курса евро — с помощью фьючерсов на евро — ММБФ;
- изменения курсов самых ликвидных ценных бумаг, торгуемых в России — с помощью фьючерсов (РАО ЕЭС, Газпром, Лукойл, Сургутнефтегаз, Ростелеком) и опционов на них (РАО ЕЭС, Газпром, Лукойл) — FORTS;
- изменения курса внутреннего облигационного займа г. Москвы — FORTS.

Конечно, на настоящем этапе разнообразие инструментов на российском финансовом рынке ограничено. Вместе с тем, например, 5 лет назад на мировых рынках свободно обращалось не более 200 тысяч финансовых инструментов, в нынешнем же году можно обнаружить их свыше 8,5 миллионов [8]. В самом ближайшем будущем планируется резко расширить набор обращающихся инструментов на MMBB и FORTSe.

Таким образом, на сегодняшний день наиболее рациональным и первостепенным из всех возможных для банков направлений их работы по хеджированию рисков клиентов является работа с валютными фьючерсами — на доллар США и евро. Потенциально предприятия сами могут через брокера, работающего на FORTSe или же на срочном рынке MMBB, купить или продать соответствующий валютный фьючерс.

Поэтому функции банков на первых этапах развития российского срочного рынка, все еще переживающего последствия кризиса 1998 г. и предполагающего наличие ограниченного круга инструментов, будут заключаться в следующем:

- работать на срочном рынке от своего имени, принимая все риски на себя (т.о. устраняется одна из причин нежелания отечественных нефинансовых компаний работать со срочными инструментами — боязнь неисполнения обязательств контрагентом, неликвидности срочного рынка и т.д.);
- вносить по занятым позициям по валютным фьючерсам гарантийное обеспечение и ежедневно рассчитываться по вариационной марже за счет ресурсов банка, т.е. предоставлять клиентам, хеджирующим свои валютные риски, средства в кредит (т.о. будет устраняться вторая причина отказа наших предприятий от использования возможностей срочного рынка — нежелание руководства этих предприятий идти на дополнительные издержки при хеджировании — это будет делать банк; издержки предприятий на комиссионное вознаграждение банку будут существенно меньше тех, которые бы были при их самостоятельной работе на срочном рынке);
- следить за совпадением сроков по исполнению срочных контрактов и исполнению реальных сделок клиента (при несовпадении закрывать позицию по контракту, по которому наступает срок исполнения, и открывать новую — по контракту с более поздним сроком исполнения)*.

Банкам, в первую очередь, необходимо предлагать эту услугу крупным предприятиям импортерам/экспортерам (имеющим валютный риск), уже входящим в их клиентскую базу, а также привлекать клиентов со стороны.

За оказание услуги банк взимает с клиента комиссию, величина которой, как представляется,

должна быть меньше 5% суммы хеджа (или 3% при более коротком сроке хеджа), чтобы клиент предпочел услуги банка своей самостоятельной работе на срочном рынке, даже несмотря на то, что банк предоставляет средства гарантийного обеспечения клиенту в кредит (технология работы с валютными фьючерсами на FORTSe предполагает внесение гарантийного обеспечения в размере 5% от суммы заключенной сделки — для контрактов со сроком исполнения более 3-х месяцев, и 3% для контрактов со сроком исполнения в пределах 3-х месяцев). Таким образом, структура комиссии будет включать в себя следующие элементы:

- плату за посредничество в доступе к операциям на срочном рынке;
- плату за риск работы банка на срочном рынке;
- плату за предоставленные в кредит средства гарантийного обеспечения;
- плату за предоставленные в кредит средства вариационной маржи.

Первые 2 элемента предлагается зафиксировать на уровне 1-2%, а третий элемент будет изменяться в зависимости от срока хеджа. Размер процентной ставки за предоставленное в кредит гарантийное обеспечение предлагается определять на уровне ставки за выдаваемые банком кредиты соответствующего срока. Четвертый элемент будет возникать только в том случае, если цена на базисный актив фьючерса пойдет в благоприятном для клиента направлении. Таким образом, если срок хеджирования будет в пределах года, то общий размер комиссии не превысит 2-3% от хеджируемой суммы (по данным ЦБ РФ, средневзвешенная годовая ставка по кредитам, предоставленным физическим лицам, предприятиям и организациям по всей банковской системе, вне зависимости от срока кредита, равняется 21% [11], т.е. размер комиссии: $1-2\% + 21\% \cdot 0,05 = 2-3\%$, где 0,05 — размер вносимого гарантийного обеспечения по фьючерсу). Поскольку банк предоставляет средства в кредит, ему необходимо вести постоянный мониторинг платежеспособности клиента, вероятности исполнения его иностранным контрагентом своих обязательств и т.д.

Таким образом, преимущества для банков от предоставления такого рода услуг заключаются в получении доходов в виде комиссионного вознаграждения за их оказание, в расширении круга клиентов и спектра оказываемых услуг. Преимущества для предприятий от использования данной банковской услуги заключаются в том, что они ограждают себя от возможного неблагоприятного проявления рыночных рисков, при этом не отвлекая постоянно значительных средств на это, оплачивая только строго фиксированную комиссию. Преимущества для государства в целом за-

* Описанные функции предполагают понимание механизмов работы и расчетов на биржевом срочном рынке, в частности на рынке FORTS, описать которые (в т.ч. на примере) в рамках данной статьи не представляется возможным. По всем возникшим вопросам можно обращаться на anton_kitaev@mail.ru.

ключаются в дополнительных бюджетных поступлениях, в сокращении потерь предприятий и всех вытекающих отсюда последствий, которые были описаны выше.

Планируемое введение в обращение валютных опционов конечно же даст банкам и предприятиям намного больше возможностей по хеджированию рыночных рисков: сократятся издержки этих операций; возможность одновременно застраховать риск как падения, так и повышения валютного курса, т.е. возможность для клиентов нести потери в виде недополученной прибыли при благоприятном для них движении курсов валют; возможность построения индивидуальной, наиболее подходящей для каждого клиента опционной стратегии и т.д. Сейчас такими возможностями пока могут пользоваться лишь предприятия, желающие хеджировать риск изменения курса ограниченного круга ценных бумаг — РАО ЕЭС, Газпром и ЛУКОЙЛ (именно на акции этих эмитентов обращаются опционы на FORTSe и MMBB). Предлагается банкам разрабатывать для таких клиентов индивидуальные опционные стратегии за комиссионное вознаграждение, страхуя тем самым их вложения в эти акции. Однако в структуре рыночных рисков, которым подвержены отечественные нефинансовые компании, риск изменения курсов ценных бумаг занимает небольшую долю в 10%. Основную долю в этой структуре рисков занимают риски изменения цены на товары и сырье. Проблему хеджирования таких рисков частично решит планируемое введение на MMBB и бирже «Санкт-Петербург» срочных инструментов с соответствующими базисными активами. Все это только значительно расширит круг услуг банков по хеджированию рыночных рисков.

Затем, по мере налаживания работы на биржевом срочном рынке, его развитию, расширении круга обращающихся на нем инструментов, можно будет рассмотреть возможность и целесообразность выхода на внебиржевой срочный рынок, институциональную структуру которого составляют в основном банки. На нем уже можно будет хеджировать риски изменения процентных ставок и цен на сырье (с помощью свопов, внебиржевых фьючерсов и опционов).

Необходимо отметить, что предлагаемый механизм оказания новой банковской услуги не претендует на однозначность и неизменность, он описывает один из возможных вариантов этого процесса.

Помимо отмеченных выше существует еще целый ряд проблем, решение которых значительно ускорит развитие отечественного рынка деривативов и существенно поспособствует внедрению предлагаемой услуги в практику банковской деятельности. Среди них, в первую очередь, необходимо выделить две.

Первая проблема заключается в несовершенстве законодательных основ проведения срочных

сделок, а также определения правового базиса инструментов срочного рынка. По российскому действующему законодательству расчетные форвардные контракты, заключаемые не на поставку товара, а на значение его цены, признаются сделками пари и не подлежат судебной защите [12]. Это приводит к тому, что в России практически отсутствует внебиржевой срочный рынок. Да и ликвидность биржевого могла бы быть значительно выше, если бы порядок совершения срочных сделок регулировался не только внутренними регламентами и положениями самих бирж, но еще и общегосударственными нормами права. Однако в настоящее время в Государственную думу внесено уже четыре различных законопроекта, касающихся срочного рынка, ведутся дебаты по выбору и утверждению уже в качестве закона оптимального из них.

Вторая существенная проблема, также тормозящая развитие отечественного срочного рынка, заключается в различных подходах к учету срочных сделок, предлагаемым Центральным банком РФ и диктуемым сложившейся практикой биржевых торгов деривативами. Дело в том, что предлагаемый Центральным банком в Положении № 205-П от 05.12.2002 «О правилах ведения бухгалтерского учета в кредитных организациях, расположенных на территории Российской Федерации» порядок учета банками срочных сделок предполагает осуществление таких сделок только на внебиржевом рынке, т.е. с фиксированным стоимостным отражением сумм будущих платежей (т.к. на внебиржевом рынке цена будущего исполнения контракта фиксируется в момент его заключения) на счетах Главы «Г» 933-935 (учитывающих требования по поставке базисных активов и денежных средств) и 963-965 (учитывающих обязательства по поставке базисных активов и денежных средств) и переоценкой обязательств/требований только по базисному активу на счетах 938-940 и 968-970. То есть порядок учета срочных сделок не предполагает наличия ежедневных расчетов по вариационной марже по открытым на бирже позициям и, соответственно, переоценки курса не только базисного актива, но и самого срочного контракта (требований/обязательств по денежным средствам, идущим на оплату базисного актива), учитываемых на счетах 933 и 963.

Также непонятно, как вести учет сделок с опционами: считать ли их активами и отражать на балансе (поскольку опцион мы покупаем, платя за него цену в момент покупки в виде премии), или же отражать на внебалансовых счетах. Частично эти вопросы должен будет снять правовой акт, который будет регулировать деятельность на срочном рынке, рассматриваемый сейчас в Госдуме.

Разрешить эти противоречия можно либо внеся изменения в расшифровку счетов 933-935, 963-965 и 938-940, 968-970 (учитывающих нереализованные курсовые разницы от переоценки базис-

ного актива), касающиеся назначения этих счетов, и тех сумм, которые на них отражаются, либо на основе разработки Центральным банком Положения, регламентирующего исключительно порядок ведения бухучета срочных сделок, учитывающий механизм расчетов на биржевом срочном рынке. Кроме того, туда должен войти порядок учета сделок не только со срочными контрактами, но и с опционами, другими инструментами срочного рынка.

Обобщая, можно сказать, что, за исключением ряда проблем (и при условии их решения), на данный момент в России, использующей уже

не один год опыт рыночных механизмов хозяйствования промышленно развитых стран, имеются все необходимые условия для бурного развития срочного рынка, который имеет просто громадные размеры в западных государствах. Это выведет в целом финансовый рынок России на новый уровень, позволит значительно уменьшить потери бюджета и хозяйствующих субъектов. Широкое использование возможностей рынка деривативов сократит отставание российского финансового рынка от развитых западных держав и станет одним из факторов роста экономики страны.

ЛИТЕРАТУРА

1. <http://www.ifs.ru/body/memo/2001/jan/290101t.htm>
2. http://www.educenter.ru/ecc/bulletin/1_2002/derivatives.html
3. **Коновалов В.** Кто делает в России срочный рынок? // РЦБ. 2002. №9. С. 20.
4. <http://www.rts.ru/>
5. http://www.micex.ru/press/issue_589.html
6. http://www.finiz.ru/cfin/tmpl-print/id_art-546
7. **Мордашов С.** Нужны ли российским нефинансовым компаниям производные инструменты? // РЦБ. 2001. №6. С. 35.
8. <http://www.internettrading.ru/publish/hedj.html>
9. http://www.bizcom.ru/bank_business/1999-09/01.html
10. <http://www.hedging.ru/stored/publications/33/download/hedge.pdf>
11. Бюллетень банковской статистики. 2003. №10. С. 89.
12. **Кудинов В.** Форварды легализуются // Ведомости. 2003. 19 марта. С. 4.