

ПРАВО

УДК 347

Е.С. Болтанова

ПРОИЗВОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ: РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА

Показана история развития правового регулирования производных финансовых инструментов. Рассматривается современное понимание дериватива, в результате было определено, что он определяется законодателем как договор, предусматривающий одну или несколько названных в ФЗ «О рынке ценных бумаг» обязанностей. Раскрывается классификация деривативов. Дается общая характеристика каждого вида производного финансового инструмента (фьючерса, форварда, опциона, свопа), выделяются их отличительные черты.

Ключевые слова: производный финансовый инструмент; дериватив; фьючерс; форвард; опцион; своп.

Следствием перехода России к рыночной экономике, либерализации товарно-денежных отношений, появления частного собственника, формирования класса предпринимателей стало возрастание рисков. В зависимости от сферы деятельности выделяются различные виды рисков: а) валютные, товарные риски, связанные с неблагоприятным изменением показателей курсов валют и цен на товары; б) риск наступления у контрагента состояния неплатежеспособности и, как следствие, его банкротства; в) риски неисполнения обязательств другой стороной договора; г) риск увеличения процентных ставок и, следовательно, увеличения «стоимости» обслуживания займов и т.д. Кроме того, в условиях рыночной экономики изменение показателей риска прямо пропорционально изменению доходности активов: чем ниже риск, тем ниже доходность и наоборот (например, увеличение вероятности неисполнения обязательств эмитентом облигации влечет рост доходности процентных ставок по облигации (купонного дохода)).

С количественным и качественным изменением рисков в хозяйственный оборот были привнесены «средства (инструменты) управления» таким риском, которые позволили не только его зафиксировать на определенном уровне, но и компенсировать издержки, минимизировать себестоимость и, как следствие, увеличить прибыль от осуществления предпринимательской деятельности. Вслед за развитыми финансовыми рынками Запада в России такими инструментами стали деривативы (далее также – производные финансовые инструменты, срочные сделки).

История развития российского срочного рынка (рынка деривативов) берет начало еще с дореволюционного времени. Уже в тот период вслед за Великобританией, Францией и Германией в России стали появляться биржевые сделки, заключаемые в ходе биржевых торгов, опосредующие поставку товара (сырьевые товары, ценные бумаги) и уплату денежных средств, а также срочные сделки или, как их именovali дореволюционные ученые, «сделки на разницу». Такие сделки заключались, в том числе, в ходе биржевых торгов. Спекулятивный характер подобных сделок, способный разорить любого участника торгов, стал предметом пристального внимания юристов-

теоретиков. В частности, правовая природа сделок на разницу анализировалась в трудах таких известных исследователей, как Г.Ф. Шершеневич, П.П. Цитович, К.С. Победоносцев и иные [1–5]. Их существо описывалось следующим образом.

Стороны могут заключить между собой договор, по которому спустя определенный промежуток времени одна сторона обязуется поставить другой стороне товар, а последняя обязуется уплатить за него согласованную сумму денежных средств. Если к моменту исполнения рыночная цена товара увеличится, то покупатель приобретет товар по цене ниже рыночной. И, соответственно, если рыночная цена снизится, то продавец продаст товар выше рыночной цены. Вместе с тем, если стороны имеют интерес лишь в получении меновой стоимости товара, покупатель, получив такой товар по цене ниже рыночной, тут же продаст его по рыночной цене. Тем самым он получит прибыль. И наоборот, если покупатель, купивший товар по цене выше рыночной, тут же его продаст, то он получит убыток в виде разницы между покупной и продажной ценой. Учитывая исключительно спекулятивный интерес сторон при заключении такого договора, стороны могут не передавать товар, а лишь уплатить денежные средства в зависимости от изменения рыночных показателей товара. Следовательно, если к моменту истечения срока действия договора рыночная цена товара превысит цену, согласованную в договоре, продавец должен будет уплатить покупателю разницу между рыночной и согласованной ценой. И наоборот, если рыночная цена опустится ниже цены, согласованной в договоре, покупатель уплатит продавцу денежные средства. Такой подход позволяет снизить транзакционные издержки, в том числе, за счет экономии времени, снижения расходов по хранению товара, по его транспортировке и т.д.

Помимо изложения общего принципа действия сделок на разницу, дореволюционные исследователи вслед за европейскими авторами задавались вопросом о возможности отнесения таких сделок к числу сделок пари, которым уже в то время отказывали в исковой защите. Известны положения немецкого и французского законодательств, по которым сделкам на разницу отказывалось в предоставлении исковой защиты

[6. С. 15–54]. Аналогичной позиции в то время стала придерживаться и российская судебная практика [7. С. 123].

В советский период ввиду значительного ограничения частной собственности, национализации средств производства, фактического «уничтожения» класса предпринимателей и, как следствие, перехода к административно-командной системе экономики потребность в сделках на разницу отпала сама собой. В этот период времени термины «срочная сделка», «сделка на разницу», «дериватив», «производный финансовый инструмент» в советском законодательстве не встречались, юридические исследования не осуществлялись, срочный рынок не развивался.

Историю современного правового регулирования деривативов принято отсчитывать с начала 1990-х гг. В Законе РФ от 20.02.1992 № 2383-1 «О товарных биржах и биржевой торговле» впервые были использованы термины «опционная сделка», «фьючерсная сделка», «форвардная сделка» (ст. 8). Только в 2009 г. были внесены в этот закон изменения, в результате которых из названного закона были исключены понятия таких сделок, и акцент в правовом регулировании отношений из договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, заключаемых на биржевых торгах, был перенесен на положения ФЗ от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Особенностью правового регулирования деривативов является базовый характер нормативных актов Банка России. Следует также отметить письмо Государственного комитета по антимонопольной политике и поддержке новых экономических структур 30.07.1996 № 16-151/АК (в настоящее время – ФАС России), в котором содержалось определение трех видов деривативов (форварды, фьючерсы и опционы), а также акты Федеральной комиссии по ценным бумагам (ФКЦБ), функции которой впоследствии перешли к Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР) и в конечном счете были закреплены за Банком России.

В 2010 г. в ст. 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг» появляется легальное определение производного финансового инструмента. Последний определяется как договор, предусматривающий одну или несколько названных в этом ФЗ обязанностей. Казалось бы, четкое отнесение производных финансовых инструментов к числу договоров должно повлечь интерес со стороны цивилистов к этой правовой категории. К сожалению, специальных научных исследований монографического характера по производным финансовым инструментам, их отдельным видам явно недостаточно. При этом правовая квалификация (прежде всего с позиции гражданского права) остается спорной и требует специального анализа. Закрепить, что какое-то действие является договором, еще не значит решить вопрос о применимости конкретных норм, в частности гл. 2 Гражданского кодекса РФ, к возникающим общественным отношениям. Между тем анализ производных финансовых инструментов позволяет увидеть в них (отдельных разновидностях в зависимости от их условий) и традиционные классические гражданско-правовые сделки (договоры купли-

продажи, мены, страхования и др.). Отсюда возникает вопрос о применимости норм об отдельных видах сделок и разрешении возникающих споров на их основе.

В переходный период (1990–2000-х гг.) правовому опосредованию подверглись три вида деривативов: фьючерсы, форварды и опционы (см. ст. 8 ФЗ «О товарной бирже и биржевой торговле», Постановление ФКЦБ от 14.08.1998 № 33). В настоящее время Банк России в указании от 16.02.2015 № 3565-у «О видах производных финансовых инструментов» закрепляет четыре вида деривативов. Помимо вышеуказанных деривативов были добавлены своп-договоры. Появление последних стало следствием развития финансовых рынков, а также широкого распространения своп-договоров в зарубежном и отечественном хозяйственном обороте (что не в последнюю очередь стало следствием развития финансового рынка и увеличения числа сделок секьюритизации активов).

Указанные четыре вида деривативов охватываются понятием «производный финансовый инструмент». С учетом правового регулирования выделяются различные классификации производных финансовых инструментов. Во-первых, по способу исполнения договора деривативы делятся на поставочные и расчетные. Поставочными именуются такие виды деривативов, по которым одна из сторон обязуется передать товар в собственность другой стороны, а другая сторона – уплатить денежные средства. Расчетные деривативы исполняются путем уплаты денежных средств – «разницы», сформировавшейся в результате изменения рыночных показателей базисных активов относительно показателей, зафиксированных в договоре. Такое деление предложено в указании ЦБ России. В юридической литературе обосновывается выделение и расчетно-поставочных деривативов.

Во-вторых, по месту заключения договора деривативы делятся на биржевые и внебиржевые. Биржевые деривативы заключаются в ходе организованных (биржевых) торгов, в связи с чем они базируются на специальных правовых нормах и им свойственны специальный субъектный состав, порядок заключения (на основе встречных биржевых заявок) и процедура разрешения споров (как правило, в третейских судах при организаторах торгов). Внебиржевые деривативы подчиняются общим положениям о свободе договора, к ним не предъявляется требований по субъектному составу, порядку заключения или содержанию условий договора. Такие сделки, как следует из названия, заключаются вне организованных торгов.

В-третьих, по виду базисного актива деривативы делятся на процентные, товарные, индексные, погодные, кредитные, нефтяные, газовые, энергетические. Перечень деривативов в зависимости от разновидности базисного актива не закрытый, рынок производных финансовых инструментов постоянно развивается, что приводит к появлению новых видов срочных сделок. Например, в 2014 г. на Нью-Йоркской фондовой бирже начали заключаться фьючерсы на мощности по хранению сжиженного природного газа. Указанная классификация деривативов является предметом пристального внимания представителей экономи-

ческой науки, поскольку отражает их экономические характеристики [8].

В-четвертых, в зависимости от групп базисных активов выделяются также товарные (например, газовые, нефтяные деривативы) и финансовые деривативы (например, валютные опционы). Как следует из названия, базисным активом товарных деривативов являются сырьевые товары, а финансовых – финансовые инструменты (ценные бумаги, иностранная валюта и т.д.).

Из всех представленных выше классификаций легальными являются только первая и вторая. Это вполне логично, так как именно эти разновидности деривативов характеризуются специфическим правовым режимом.

Рассматривая отдельные виды деривативов, можно заметить, что наибольшую известность в судебной практике, юридической литературе получили расчетные форвардные договоры. Как следует из названия договора, такой производный финансовый инструмент исполняется путем уплаты денежных средств в зависимости от колебания согласованных в договоре показателей базисного актива. Так, по условиям такого договора, базисным активом которого является ценная бумага стоимостью 50 руб. за бумагу, одна сторона по истечении шести месяцев вправе требовать от другой стороны уплаты денежных средств в размере разницы между рыночной стоимостью ценной бумаги и согласованной ценой, если она окажется выше рыночной. Другая сторона вправе требовать уплаты денежных средств («разницы») при снижении рыночной стоимости по отношению к согласованной цене.

Наиболее распространенными в период становления рыночной экономики в России были валютные форвардные договоры, которыми стороны хеджировали риски изменения курса иностранной валюты. Дефолт августа 1998 г. послужил причиной девальвации рубля (снижения его курсовой стоимости по отношению к иностранным валютам), что, в свою очередь, явилось отлагательным условием, относительно которого отечественные участники гражданского оборота должны были уплатить зарубежным инвестиционным фондам (например, LTCM) значительные суммы денежных средств [9. С. 273–304]. Именно в тот период времени в судебной практике был сформирован подход, по которому расчетный форвард является договором пари и, как следствие, по нему не предоставляется исковая защита [10]. Основанием такого решения судов послужило то, что участники спора не доказали наличие реальной хозяйственной цели сторон договора, что в целом соответствовало подходу зарубежных правовых порядков.

Расчетному форвардному договору противопоставляется поставочный форвард. По условиям этого договора стороны договариваются о поставке товара через определенный промежуток времени по заранее согласованной цене. Исполняется такой договор путем передачи товара в собственность другой стороны.

Фьючерсные договоры так же, как и форвардные договоры, могут порождать обязанности по уплате денежных средств в зависимости от изменения показателей базисных активов либо обязанность по пере-

даче товара в собственность другой стороны. Ключевой особенностью фьючерсного договора, отличающей его от форвардного, является то, что он заключается исключительно в ходе биржевых торгов. Следовательно, другой его стороной во всех случаях является центральный контрагент, а участие в торгах обеспечивается при посредничестве профессионального участника рынка ценных бумаг, как правило, – брокера. Исполнение и прекращение обязательств из фьючерсного договора подчиняется правилам биржевой торговли. В частности, одним из способов прекращения обязательств таких договоров является заключение офсетной сделки, а также проведение неттинга обязательств сторон договора. Помимо того, что порядок совершения указанных сделок, а также исполнения, изменения и прекращения возникающих из них обязательств подчиняется правилам биржевой торговли, условия фьючерсных договоров определяются на основании биржевых спецификаций.

Опционные договоры (опционы) отличаются от вышеприведенных деривативов тем, что в нем только одна из сторон имеет право требовать от другой стороны передачи товара в собственность или уплаты денежных средств в зависимости от изменения показателей базисных активов. Уполномоченная сторона такого договора уплачивает обязанной стороне опционную премию. Договоры могут заключаться как в ходе биржевых торгов, так и вне их. Данное обстоятельство подтверждается анализом котировальных списков и спецификаций ПАО «Московская биржа». Встречаются опционы на акции, облигации, сырьевые товары и иные. В настоящее время опционы нашли отражение в ГК РФ (ст. 429.2, 429.3).

Последним и наиболее сложным видом деривативов является своп. Традиционно отмечается, что указанный договор опосредует обмен либо платежами, либо товарами (в том числе иностранной валютой, ценными бумагами, сырьевыми товарами, например, нефтью, газом, золотом и т.д.) [11. С. 112]. К числу свопов принято относить множество видов деривативов, среди которых наиболее распространенными являются: процентные, валютные, валютно-процентные, кредитно-дефолтные свопы.

По условиям процентного свопа, где фиксируются показатели нескольких процентных ставок, одна из которых всегда «плавающая», а другая, как правило, фиксированная, одна из сторон обязуется уплачивать денежные средства (относительно определенной номинальной суммы), исходя из показателей «плавающей» процентной ставки, а другая – фиксированной. В конечном счете, денежные средства будет уплачивать та сторона, чей показатель процентной ставки в момент платежа окажется выше показателя контрагента. Экономически такие договоры направлены на снижение расходов его стороны по обслуживанию займов или минимизацию рисков изменения процентных ставок.

Валютный своп предусматривает обязанность одной из сторон сначала продать товар (иностранную валюту) другой стороне по заранее согласованной цене, а впоследствии приобрести этот же товар (иностранную валюту) обратно по более высокой цене через определен-

ный промежуток времени. С экономической точки зрения такой своп может быть использован в целях получения «займа», а также извлечения прибыли от спекуляции курсом иностранной валюты.

Валютно-процентный своп включает в себя характеристики как валютного, так и процентного свопа. Совершая сделки по передаче иностранной валюты от одной стороны в пользу другой, стороны обязуются уплачивать друг другу денежные средства в зависимости от изменения показателей базисных активов (процентных ставок). Такой договор может быть использован для минимизации рисков изменения показателей процентных ставок и изменения курсов иностранной валюты.

Кредитно-дефолтный своп является договором, схожим с договором страхования, по которому одна из сторон («покупатель защиты») обязуется уплачивать денежные средства другой стороне («продавец защиты»), а при наступлении кредитного события «прода-

вец» защиты обязуется совершить одно из следующих действий (в зависимости от условий договора): 1) уплатить денежные средства в размере разницы между согласованной ценой актива и его рыночной стоимостью; 2) приобрести актив по цене, заранее согласованной в договоре. Указанный договор с экономической точки зрения позволяет либо извлекать прибыль от наступления кредитного события, либо перераспределять риски наступления кредитного события.

Несмотря на длительный период существования в России срочного рынка, а также его значительную роль в экономике, договоры, охватываемые термином «производный финансовый инструмент», требуют специальных исследований в отечественной цивилистике. Глубокий, всесторонний анализ производных финансовых инструментов способен улучшить гражданско-правовое регулирование этой группы договоров, а также будет способствовать разрешению судебных споров.

ЛИТЕРАТУРА

1. Шершеневич Г.Ф. Курс торгового права. М. : Статут, 2003. Т. 2.
2. Цитович П.П. Очерк основных понятий торгового права. Киев : Тип. И.Н. Кушнерова и Ко, 1886.
3. Победоносцев К.П. Курс гражданского права. М. : Зерцало, 2003. Т. 3.
4. Радлов В. Сделки на разность // Журнал гражданского и уголовного права. 1885. № 1.
5. Гольмстен А.Х. Очерки по русскому торговому праву. СПб. : Тип. Д.В. Чичинадзе, 1895. Вып. 1.
6. Амбарцумян С.Р. Гражданско-правовое регулирование расчетного форвардного договора : дис. ... канд. юрид. наук. М., 2010.
7. Кондратьев Д.Л. Как в России биржа строилась. М. : ММВБ, 2001.
8. Джон К. Халл. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты. 6-е изд. Москва ; Санкт-Петербург ; Киев : Вильямс, 2008. 1024 с.
9. Лоран Ж. Опасные игры с деривативами: Полувековая история провалов от Citibank до Barings, Société Générale и AIG. М. : Альпина Паблишер, 2017.
10. Постановление ФАС Московского округа от 10.08.1999 № ГК-А40/2424-99 // КонсультантПлюс : справ. правовая система. Версия Проф. М., 2018.
11. Мадагаева Т.Ф. Рисковые и алеаторные договоры в гражданском праве России. 2-е изд., перераб. и доп. Томск : Изд-во Том. ун-та, 2013.

Статья представлена научной редакцией «Право» 26 марта 2019 г.

Derivative Financial Instruments: Development of Russian Legislation

Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta – Tomsk State University Journal, 2019, 444, 217–221.

DOI: 10.17223/15617793/444/28

Elena S. Boltanova, Tomsk State University (Tomsk, Russian Federation). E-mail: bes2@sibmail.com

Keywords: derivative; futures; forward; option; swap.

The aim of the study was the historical and legal analysis of the development of derivative financial instruments (derivatives) in Russia. The materials of the study were international acts, acts of civil and business legislation of Russia, judicial precedents, scientific literature. To solve this problem, general and specific scientific methods were used: analysis and synthesis, deduction and induction, abstraction, the formal legal method. As a result of the study, it was determined that the derivative is defined by the legislator as a contract providing for one or more obligations listed in the Federal Law “On the Securities Market”. Unfortunately, there is no sufficient complex research on derivative financial instruments and their individual types. At the same time, their legal qualification (primarily in terms of civil law) remains controversial and requires special analysis. To fix that an action is a contract does not mean to solve the question of the applicability of specific rules, in particular Chapter 2 of the Civil Code of the Russian Federation, to the arising public relations. Currently, there are four types of derivatives enshrined in the regulations: futures, forwards, options and swap contracts. The article distinguishes these types. Taking into account the legal regulation, various classifications of derivative financial instruments are identified and considered: supply and settlement, exchange and over-the-counter; interest, commodity, index, weather, credit, oil, gas, energy; commodity and financial derivatives. The article concludes that the history of the Russian derivatives market dates back to the pre-revolutionary period. Back then, exchange transactions, “transactions for difference” began to appear in Russia. The speculative nature of such transactions, capable of ruining any bidder, became the subject of close attention of theoretical lawyers. The second wave of interest in derivatives is associated with the cardinal economic transformations in Russia in the early 1990s. Today, the feature of the legal regulation of derivatives is the basic nature of the regulations of the Central Bank of Russia. The legal framework also consists of acts of specialized bodies. Despite the long period of existence of the derivatives market in Russia as well as its significant role in the economy, the derivative financial instrument requires special research in Russian civil law. An in-depth comprehensive analysis of derivative financial instruments can improve the civil law regulation of this group of contracts and contribute to the resolution of litigation.

REFERENCES

1. Shershenevich, G.F. (2003) *Kurs torgovogo prava* [The course of trade law]. Vol. 2. Moscow: Statut.
2. Tsitovich, P.P. (1886) *Ocherk osnovnykh ponyatiy torgovogo prava* [Essay on the basic concepts of trade law]. Kiev: Tip. I.N. Kushnereva i Ko.
3. Pobedonostsev, K.P. (2003) *Kurs grazhdanskogo prava* [The course of civil law]. Vol. 3. Moscow: Zertsalo.
4. Radlov, V. (1885) *Sdelki na raznost'* [Deals on the difference]. *Zhurnal grazhdanskogo i ugovnogo prava*. 1.
5. Gol'msten, A.Kh. (1895) *Ocherki po russkomu torgovomu pravu* [Essays on Russian trade law]. Is. 1. St. Petersburg: Tip. D.V. Chichinadze.
6. Ambartsumyan, S.R. (2010) *Grazhdansko-pravovoe regulirovanie raschetnogo forvardnogo dogovora* [Civil law regulation of a settlement forward contract]. Law Cand. Diss. Moscow.
7. Kondrat'ev, D.L. (2001) *Kak v Rossii birzha stroilas'* [How Russia built the exchange]. Moscow: MMVB.
8. Hull, J.C. (2008) *Optionsy, f'yuchersy i drugie proizvodnye finansovye instrumenty* [Options, futures and other derivatives]. Translated from English. 6th ed. Moscow; St. Peterburg; Kiev: Vil'yams.
9. Laurent, J. (2017) *Opasnye igry s derivativami: Poluvekovaya istoriya provalov ot Citibank do Barings, Société Générale i AIG* [Global derivative debacles: From theory to malpractice]. Translated from English. Moscow: Al'pina Publisher.
10. Konsul'tantPlyus. (2018) *Postanovlenie FAS Moskovskogo okruga ot 10.08.1999 № GK-A40/2424-99* [Resolution of the Federal Antimonopoly Service of the Moscow district of August 10, 1999, No. GK-A40/2424-99]. Moscow: Konsul'tant Plyus.
11. Madagaeva, T.F. (2013) *Riskovye i aleatornye dogovory v grazhdanskom prave Rossii* [Risk and aleatory treaties in the civil law of Russia]. 2nd ed. Tomsk: Tomsk State University.

Received: 26 March 2019