

## Расчетный форвардный контракт как срочная сделка



Иванова Е.В. Расчетный форвардный контракт как срочная сделка, - Москва: Волтерс Клувер, 2005 г.

В книге проводится подробное исследование природы расчетно-форвардного контракта, практики его заключения, исполнения и правовой защиты, а также даются критерии четкого разграничения расчетного форварда и игр и пари. Также представлена краткая характеристика рынка производных финансовых инструментов как составной части рынка ценных бумаг, раскрывается понятие и структура срочного рынка

В приложении рассматриваются основные виды производных финансовых инструментов, обращаемых на срочном рынке, в том числе опционные и фьючерсные контракты, свопы, форвардные контракты и сделки РЕПО

Для специалистов в области биржевого права, руководителей и юрисконсультов банков, страховых компаний, других кредитных организаций. Книга может быть рекомендована для научных работников, преподавателей, аспирантов и студентов юридических вузов и факультетов

## Список сокращений

**LIBOR** - London Interbank Offer Rate  
**АО** - акционерное общество  
**АПК** - Арбитражный процессуальный кодекс  
**ВАС** - Высший Арбитражный Суд  
**ВРФК** - валютный расчетный форвардный контракт  
**ВС** - Верховный Суд  
**ГГУ** - Германское гражданское уложение  
**ГК** - Гражданский кодекс  
**ГКО** - государственные краткосрочные обязательства  
**ЗАО** - закрытое акционерное общество  
**КБ** - коммерческий банк  
**КС** - Конституционный Суд  
**МКБ** - Московский коммерческий банк  
**ММВБ** - Московская межбанковская валютная биржа  
**МТБ** - Московская товарная биржа  
**МФД** - Межбанковский финансовый дом  
**МФФБ** - Московская финансовая фьючерсная биржа  
**НК** - Налоговый кодекс  
**ОАО** - открытое акционерное общество  
**ОГСЗ** - облигация государственного среднесрочного займа  
**ОКК** - Опционная клиринговая корпорация  
**ООН** - Организация объединенных наций  
**ОФЗ** - облигация федерального займа  
**ПФД** - производный финансовый дериватив  
**РТС** - Российская Торговая Система  
**РФ** - Российская Федерация  
**РФК** - расчетный форвардный контракт  
**РЦБ** - рынок ценных бумаг  
**СЗ РФ** - Собрание законодательства РФ  
**ТПП** - Торгово-промышленная палата  
**ФАС** - Федеральный арбитражный суд  
**ФАС МО** - Федеральный арбитражный суд Московского округа  
**ФЗ** - Федеральный закон  
**ФКЦБ** - Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг  
**ЦБ** - Центральный банк

## Содержание

### **Предисловие**

### **Глава 1. Понятие расчетного форвардного контракта**

#### **§ 1. Общая характеристика и правовая природа расчетного форвардного контракта**

#### **§ 2. Разграничение игр и пари как институтов гражданского права и расчетно-форвардных контрактов**

- 2.1. Разграничение пари и РФК по нормативному определению и доктринальным признакам
- 2.2. Аргументы Высшего Арбитражного Суда РФ по квалификации расчетных форвардных контрактов как разновидности пари
- 2.3. Правовая позиция Верховного Суда РФ по вопросу квалификации расчетных-форвардных контрактов
  - 2.3.1. Расчетный форвард как условная сделка
  - 2.3.2. Расчетный форвард как алеаторная (рисковая) сделка
  - 2.3.3. Отсутствие положительного социального эффекта

### **Глава 2. Практические пути решения проблемы при отсутствии законодательного регулирования**

#### **§ 1. Правовая позиция Конституционного Суда РФ и проблема защиты прав участников РФК**

#### **§ 2. Преодоление проблемы правовой квалификации РФК средствами третейского судопроизводства**

#### **§ 3. Практические пути решения проблемы с помощью механизмов международного частного права ("обход закона")**

### **Глава 3. Попытки законодательного регулирования института расчетного форварда**

#### **§ 1. Расчетный форвардный контракт в современном зарубежном законодательстве**

#### **§ 2. Институциональный анализ законопроектов**

- 2.1. Срочная сделка
- 2.2. Производный финансовый инструмент
- 2.3. Форвардный контракт
- 2.4. Базовый (базисный) актив
- 2.5. Требования к заключению, изменению и расторжению контракта
- 2.6. Регулирование деятельности по организации торговли на срочном рынке

### **Заключение**

### **Приложение 1. Экономико-правовая характеристика финансового рынка**

#### **§ 1. Общая характеристика финансового рынка**

- 1.1. Институциональная характеристика рынка ценных бумаг
- 1.2. Институциональная характеристика срочного рынка
- 1.3. Основные этапы образования и исторического развития срочного рынка
- 1.4. Современное состояние срочного рынка и используемый на нем понятийный аппарат

#### **§ 2. Краткая характеристика основных видов производных финансовых инструментов, обращаемых на срочном рынке**

- 2.1. Фьючерсный контракт
- 2.2. Опционный контракт
  - 2.2.1. Виды опционов
  - 2.2.2. Условия исполнения опционов
  - 2.2.3. Организация опционной торговли
- 2.3. Рынок свопов
  - 2.3.1. Виды свопов

- 2.4. Форвардный контракт
  - 2.4.1. Правовая природа и виды форвардных контрактов
  - 2.4.2. Определение форвардной цены
  - 2.4.3. Сделки РЕПО

## ***Приложение 2. Историко-правовое развитие института РФК***

### ***Библиография***

**Нормативно-правовые акты**

**Судебная практика**

**Зарубежное законодательство**

**Монографии, учебники и комментарии**

**Статьи**

### ***Примечания***

## Предисловие

Предлагаемая читателям книга посвящена проблеме правовой квалификации сделок расчетного форварда при практически полном отсутствии их нормативно-правового регулирования и явном интересе к этому вопросу со стороны субъектов предпринимательского сообщества.

В настоящее время в России только начинает разрабатываться система актов, регулирующих оборот производных финансовых инструментов, в том числе расчетных форвардных контрактов (РФК). При этом надо отметить, что российские ученые-юристы очень мало внимания посвящают проблемам рынка срочных сделок. Практика деятельности хозяйствующих субъектов в условиях нормативного дефицита и слабой разработанности теоретических положений создает разнообразные модели и схемы совершения анализируемых сделок, которые нередко нарушают интересы отдельных участников корпораций.

Судебная практика длительное время колебалась между полярными решениями по поводу РФК. Затем в решении Конституционного суда РФ эта проблема как будто заняла некоторое исходное принципиальное положение, но оно оказалось неэффективным и недостаточно определенным.

Надо также иметь в виду, что в зарубежном законодательстве и практике нет единого подхода по правовой регламентации РФК. Поэтому можно заимствовать оптимальную модель нормативного регулирования оборота этого финансового инструмента. Очевидно, при этом необходимо руководствоваться не только экономическими, но и социально-правовыми знаниями.

В сложившейся ситуации данное исследование имеет целью не только изучение правовой природы и сущности расчетных форвардных контрактов, но и выявление их связи с гражданско-правовыми нормами о пари и играх и установление критериев применения к РФК указанных норм. Особый интерес вызывает изучение практических путей решения проблемы правового режима РФК в условиях отсутствия законодательной регламентации.

Кроме того, в книге приводится институциональный анализ существующих на данный момент законопроектов по регулированию сделок РФК, а также анализируется зарубежный опыт. На основании этого даются рекомендации об оптимизации российского законодательства.

Следует отметить, что автором проведено серьезное и всестороннее исследование, в результате которого удалось сформулировать основные правовые положения, определяющие нормативный режим расчетных форвардных контрактов, выделить наиболее значимые аспекты применяемого правового механизма, сформулировать отдельные рекомендации, которые могут быть использованы как для дальнейшего развития теории, так и для решения практических задач. Возможно, что с некоторыми суждениями автора не согласятся отдельные правоведы, имеющие иное мнение, но нельзя не отметить, что позиция автора аргументированна и последовательна. Особо следует отметить произведенный анализ практических путей решения проблемы использования РФК в современных условиях.

Выводы и отдельные положения исследования представляют значительный интерес прежде всего для тех, кто занимается разработкой законопроектов, регулирующих рынок срочных сделок, а также самих хозяйствующих субъектов, использующих РФК.

Теоретические положения сравнительного анализа могут использоваться в процессе преподавания гражданского и предпринимательского права.

Декан факультета права,  
заведующая кафедрой гражданского и  
предпринимательского права  
Государственного Университета - Высшей Школы  
Экономики,  
доктор юридических наук, профессор

Олейник О.М.

## Актуальность проблемы определения правовой природы ряда срочных сделок и сущность данной проблемы

Рынок производных инструментов (деривативов) в России достаточно молодой. Он создан немногим более двух лет назад и по своим масштабам (количеству сделок и обороту) пока уступает рынку реальных ценных бумаг. На Западе рынок деривативов начал складываться в 1982 г., и в настоящее время он развит намного больше, чем рынок реальных активов. Объясняется это его высокой доходностью, которая в два-три раза превышает доходность от торговли реальными финансовыми инструментами.

Суть срочных сделок проста: две фирмы договариваются о купле-продаже некоего товара (акций, валюты и т.д.) через определенный срок по фиксированной цене. Если имущество реально передается от продавца к покупателю - это один тип сделок, которые пользуются судебной защитой.

Есть, однако, иной тип срочных сделок - расчетные форвардные контракты, заключаемые, как правило, банками. В таких случаях вся сделка сводится к тому, что одна из сторон уплачивает разницу по результатам колебаний курса валют на рынке. В расчет берется разница между контрактной стоимостью товара и рыночной стоимостью, которая станет известна по прошествии установленного в контракте срока.

Юридическое обеспечение этих сделок в России практически отсутствует. Исключение составляет постановление ФКЦБ\*(1), устанавливающее правила срочных сделок, которое вступило в силу с начала 2002 г. Судебная защита по ряду срочных сделок также находится под большим вопросом. Пленум Высшего Арбитражного Суда\*(2) в октябре 1998 г. постановил признать расчетные форвардные контракты разновидностью сделок-пари, которые, в соответствии с Гражданским кодексом Российской Федерации (далее - ГК РФ), не подлежат судебной защите.

Такое положение во многом определило трудности, с которыми столкнулись участники этого рынка. В частности, при возникновении конфликтных ситуаций, связанных с исполнением обязательств по расчетным форвардным сделкам, неопределенность правового регулирования привела к тому, что в ряде случаев суды квалифицировали эти сделки как игровые (пари) и отказывали сторонам подобных сделок в предоставлении судебной защиты.

В соответствии со ст. 1062 ГК РФ\*(3) требования граждан и юридических лиц, связанные с организацией игр и пари или с участием в них, не подлежат судебной защите. Это означает, что договор-пари законен и проигравшая сторона вправе уплатить проигрыш добровольно, но заставить ее это сделать очень трудно. Принудить проигравшего к уплате может биржевой арбитраж, но только в том случае, если контракт заключался по биржевым правилам. А вот в государственный суд выигравшей стороне обращаться бессмысленно.

Обращения в арбитражный суд приносили участникам срочного рынка различные результаты. В ст. 1062 ГК РФ не указаны признаки, по которым пари можно отличить от иных рискованных предпринимательских сделок. Простор для судебной усмотрения огромен. Суды в каждом конкретном случае выясняли цель заключения расчетного форвардного контракта и решали, стоял за ним некий хозяйственный интерес (например, страхование риска), который подлежит защите, или это было простое пари в смысле ст. 1062 ГК РФ. В защите чаще отказывали, что привело к значительному снижению иностранных инвестиций в российскую банковскую систему.

Французский "Банк Сосьете Женераль Восток" обратился с жалобой в Конституционный суд РФ. Конституционный суд повел себя с дипломатическим изяществом. Он сначала принял жалобу к рассмотрению, подчеркнул политическую значимость проблемы, а затем прекратил производство по делу, фактически поддержав позицию арбитражных судов. А законодателю предписал урегулировать деятельность на срочном рынке.

Следует отметить, что основным мотивом отказа в применении средств судебной защиты являлось отсутствие в конкретных случаях доказательств, свидетельствующих о наличии защищаемого правом хозяйственного интереса (страхования риска, обеспечения заключенных контрактов и т.д.) у сторон по сделкам. Чисто же "спекулятивный" интерес государственной судебной защите не подлежит.

В отношении иных срочных сделок, отличных от сделок расчетного форварда, проблемы, связанные с предоставлением судебной защиты, как правило, не возникали. Отсутствие законодательного регулирования этих сделок также не способствовало определенности в отношениях сторон. Такие отношения контрагентов по срочным сделкам регулируются условиями договоров и складывающимися в данной сфере отношений обычаями делового оборота. Однако выявление обычаев делового оборота при отсутствии их систематизации и кодификации представляет для суда значительную сложность.

Деятельность, связанная с работой на форвардном рынке, отличается специфическими рисками\*(4). Учитывая указанное обстоятельство и признавая необходимость защитить как отдельных лиц, так и экономику в целом от возможных потрясений, связанных с проблемами исполнения форвардных контрактов, развитые европейские государства в рамках модернизации банковского и

финансового законодательства в 80-90-х гг. прошлого века предприняли ряд серьезных шагов по изменению и дополнению законодательства для целей урегулирования отношений, связанных с использованием вторичных финансовых инструментов.

В России субъекты внебиржевого рынка по-прежнему проводят срочные операции на собственный страх и риск, не надеясь на помощь и защиту государства в спорных случаях. Быть может, такая ситуация иногда полезна для рынка: она создает обычаи делового оборота и укрепляет доверие контрагентов по сделкам. Но в перспективе так продолжаться не может: не исполнить обязательства по сделке можно не по своей воле, а в силу обстоятельств. И в этом случае судебная защита крайне необходима.

## Глава 1. Понятие расчетного форвардного контракта

### **§ 1. Общая характеристика и правовая природа расчетного форвардного контракта**

Нормативное определение расчетного форвардного контракта содержится в п. 2.4 Инструкции ЦБ РФ "Об установлении лимитов открытой валютной позиции и контроле за их соблюдением уполномоченными банками РФ" от 22 мая 1996 г. N 41 (в редакции от 5 августа 1999 г.), утвержденной Приказом ЦБ РФ от 22 мая 1996 г. N 02-171\*(5). Здесь под расчетным форвардом понимается конверсионная операция, представляющая собой комбинацию двух сделок: валютного форвардного контракта и обязательства по проведению встречной сделки на дату исполнения форвардного контракта по текущему валютному курсу.

Таким образом, расчетный форвардный договор представляет собой обязательство одной стороны заплатить другой разницу между ценой товара в момент заключения договора и в момент его исполнения.

Однако, как будет показано далее, суды при рассмотрении такого рода дел оценивают данную сделку в целом, вне зависимости от того, сформулированы условия о выплате вариационной маржи в одном договоре или в разных документах (соглашениях о кассовой и обратной форвардной сделках). Все договоры признаются частями одной сделки. В таком случае отношения сторон оцениваются как с самого начала не предусматривающие поставку базового актива.

Совершенно очевидно, что расчетный форвард является самостоятельным договором. Сведение расчетного форварда к неразрывной комбинации двух взаимообусловленных договоров купли-продажи - форвардной купли-продажи и встречной купли-продажи того же базового актива, но уже по текущему курсу с зачетом встречных однородных требований, как это делает Инструкция ЦБ РФ N 41 и основывающиеся на ней исследователи, - является неверным. Приведем основания данной позиции.

Расчетный форвард является особым договором (обязательством) потому, что зачет встречных однородных требований является его существенным условием, а не просто способом прекращения обязательств сторон. Это означает, что содержанием расчетного форварда является требование одной стороны об уплате денег и соответствующее ему обязательство другой стороны, а отнюдь не взаимные требования и обязательства сторон по передаче товара и уплате покупной цены. Соответственно, к расчетному форварду с самого начала применимы все нормы права, регулирующие денежные обязательства. Кроме того, замена кредитора в расчетном форвардном договоре возможна в порядке уступки требования, в то время как замена стороны в договоре купли-продажи - при отсутствии исполнения с обеих сторон - требует, естественно, согласия обеих сторон.

На самостоятельность сделки на разницу, ее отличие от купли-продажи, но уже под экономическим углом зрения, прямо указывает Г.Ф. Шершеневич: "Последняя (сделка на разность) представляет то преимущество для малосостоятельного, что она требует меньше капитала. Чтобы купить 100 акций по 280 р., нужно иметь наготове 28 000 р., а чтобы сыграть на разность, достаточно иметь несколько тысяч для покрытия разности в десятках рублей по каждой акции"\*(6).

Забегая вперед, следует отметить, что существуют все основания для признания подобных сделок притворными, прикрывающими расчетный форвард. Однако эта ситуация была искусственно создана арбитражными судами, отказавшими в судебной защите РФК. Для нормального функционирования экономического оборота существует практическая необходимость заключения расчетных форвардных контрактов, а следовательно, они все равно будут заключаться. В таком положении позиция Высшего Арбитражного Суда может быть охарактеризована только как необоснованно затрудняющая хозяйственный оборот. О правовых и, в первую очередь, экономических основаниях данной позиции более детально будет сказано ниже.

По мнению А.В. Рахмиловича и Э.Э. Сергеевой, если предметом срочной сделки являются вещи, обладающие для сторон только меновой ценностью, например ценные бумаги, то с экономической точки зрения такая сделка ничем не отличается от сделки на разницу. Стороне по такой сделке безразлично, получит ли она ценные бумаги для последующей их продажи или непосредственно денежную разницу. Происходит, по выражению Г.Ф. Шершеневича, "незаметный переход от срочной сделки к сделке на разность"\*(7). Поставочный и расчетный форварды становятся взаимозаменяемыми, а их отличие друг от друга - сугубо формальным. Это-то и давало европейскому законодателю основания подозревать каждый поставочный форвард, предметом которого были ценные бумаги, в том, что он всего лишь прикрывает сделку на разницу.

Такие сделки, по мнению Е.А. Суханова, "без сомнения, являются ничем иным, как пари, и принципиально не отличаются от сделок, заключенных, например, на скачках"\*(8).

Для прояснения данного вопроса необходимо рассмотреть критерии соотносимости близких юридических категорий: условных сделок, игр и пари. Однако следует учитывать, что проблема



условности как расчетных форвардных контрактов, так и игр и пари является дискуссионной\*(9).

## § 2. Разграничение игр и пари как институтов гражданского права и расчетно-форвардных контрактов

### 2.1. Разграничение пари и РФК по нормативному определению и доктринальным признакам

Как было отмечено, судебная практика пошла по пути признания расчетных форвардных контрактов договорами-пари. Эта позиция вызвала живейшие споры.

Легальное определение этих понятий можно встретить лишь в ст. 2 Закона РФ "О налоге на игорный бизнес" (утратившего силу в связи с принятием 29 главы Налогового Кодекса РФ) от 31 июля 1998 г. N 142-ФЗ\*(10):

- пари - основанное на риске и заключенное между двумя или несколькими лицами, как физическими, так и юридическими, соглашение о выигрыше, исход которого зависит от обстоятельства, относительно которого неизвестно, наступит оно или нет;

- азартная игра - основанное на риске и заключенное между двумя или несколькими лицами, как физическими, так и юридическими, по правилам, установленным игорным заведением, соглашение о выигрыше, исход которого зависит от обстоятельства, на наступление которого стороны имеют возможность оказывать воздействие.

Это единственное определение игры и пари, которое дается в законодательстве. Отличие игры от пари, по указанной статье, заключается в том, что в отличие от пари при игре стороны могут влиять на ее результат. Аналогичное разграничение игры и пари дается в научной литературе\*(11).

При этом высказывались и другие точки зрения, например: "Игра - это обязательство, в силу которого организаторы обещают одному из участников получение определенного выигрыша, зависящего, с одной стороны, от случая, а с другой - от сноровки, ловкости, умения и способностей участников игры. В игре участники имеют возможность влиять на ее результаты. Иначе обстоит дело с пари. Пари - это обязательство, в котором одна сторона утверждает, а другая отрицает наличие определенного обстоятельства. Само же обстоятельство наступает независимо от них. Стороны лишь констатируют его наступление"\*(12).

Таким образом, можно сказать, что сторонники применения норм об играх и пари к расчетным деривативам имеют в виду именно пари, а не игру. Такая конкретизация имеет существенное значение для отграничения пари от расчетных деривативов, так как расчетный фьючерсный договор имеет схожие признаки с пари. Именно при пари участники делают противоположные друг другу прогнозы относительно наступления определенного события, которое никак не связано с волей и действиями участников\*(13).

В Комментариях части второй ГК РФ для предпринимателей М.И. Брагинский подчеркивает, что по своей конструкции алеаторные договоры - разновидность условных сделок. Как и в иных условных сделках, возникновение прав и обязанностей поставлено здесь в зависимость от обстоятельства, относительно которого неизвестно, наступит ли оно\*(14). Важно иметь в виду, что, комментируя нормы гл. 58 ГК РФ, автор объясняет негативное отношение к играм и пари прежде всего морально-этическими соображениями\*(15) и приводит примеры игр и пари, организация и проведение которых влечет уголовную или административную ответственность (содержание игорных притонов; организация азартных игр: в карты, рулетку, "наперсток" и др.; вовлечение несовершеннолетних в занятие азартными играми)\*\*(16).

О.В. Сгибнева отмечает, что в ст. 1062 ГК РФ не раскрывается понятие игры и пари. В связи с этим автор определяет пари как договор, в котором одна сторона утверждает, а другая отрицает наличие определенного обстоятельства, наступающего независимо от них\*(17).

Автор полагает, что обязательственные отношения из игр и пари в полном объеме возникают из нескольких последовательно совершаемых односторонних сделок, где центральное место занимает "первоначальная" сделка, определяющая содержание обязательств. Таким образом, в литературе существует мнение о том, что игры и пари вообще не являются договорами, а представляют собой ряд односторонних сделок.

Остановимся теперь более подробно на доктринальных признаках игр и пари, анализ которых позволит дать правовую оценку этому институту гражданского права и сравнить его с институтом расчетного форварда.

1. Совершение сделки игры или пари само по себе не порождает прав и обязанностей его участников и организатора.

2. Возникновение прав и обязанностей поставлено участниками сделки в зависимость от отлагательного условия, которое неизбежно либо наступит, либо не наступит, но достоверно

предсказать в момент совершения сделки, что именно (наступление или ненаступление) произойдет в действительности, невозможно.

3. Основанием участия в игре или пари является возложение одинакового риска неблагоприятного исхода игры (разрешения пари) на себя и контрагента.

4. Мотивом участия в игре или пари является обогащение либо удовлетворение личных неимущественных потребностей.

5. Участие в игре или пари не приводит к оптимизации распределения хозяйственных, предпринимательских и коммерческих рисков между участниками.

Сравним теперь приведенные характеристики игр и пари с обозначенными ранее характеристиками расчетного форварда. По мнению В.А. Белова, придерживающегося точки зрения, что РФК представляет собой именно ту комбинацию двух сделок купли-продажи, о которой говорит Письмо ЦБ РФ, то они сводятся к следующему.

1. Пари - один гражданско-правовой договор особого рода. Расчетный форвард - совокупность, как минимум, двух договоров купли-продажи. Данный тезис является весьма спорным, однако он достаточно широко распространен в научных исследованиях.

2. Заключение пари само по себе не порождает прав и обязанностей его участников. Договоры купли-продажи считаются заключенными и подлежащими исполнению с момента достижения соглашения по всем существенным их условиям.

3. Возникновение всех без исключения прав и обязанностей по договору пари поставлено участниками сделки в зависимость от отлагательного условия; иначе права и обязанности из договора пари возникнуть не могут. В расчетном форварде отлагательное условие имеет значение для определения прав и обязанностей лишь по одному из договоров купли-продажи (обратной сделке, цена которой должна определиться в будущем).

4. Основанием участия в пари является возложение одинакового с собственным риска неблагоприятного исхода игры (разрешения пари) на контрагента. Основанием участия в любом из договоров купли-продажи, образующих расчетный форвард, является принятие обязанности поставки валюты или уплаты рублевого эквивалента за нее.

5. Мотивом участия в пари является обогащение либо удовлетворение личных неимущественных потребностей. Мотивом участия в операции расчетного форварда является избежание потерь от инфляции (обесценивания) национальной валюты за счет контрагента.

6. Участие в пари не приводит к оптимизации распределения хозяйственных, предпринимательских и коммерческих рисков их участников. Участие в операции расчетного форварда приводит к нивелированию одним ее участником своих валютных рисков за счет средств другого участника, т.е. оптимизирует один из видов предпринимательского риска.

При всей дискуссионности посылки о том, что РФК состоит из двух договоров купли-продажи, это является официальной, нормативно закреплённой позицией ЦБ РФ и представляет собой едва ли не единственное упоминание о расчетном форварде в законодательстве России.

Поэтому приведенные различия уже являются безусловными доказательствами того, что операция расчетного форварда не имеет ничего общего с договором пари.

Кроме того, в юридической литературе нередко срочные сделки, или деривативы, характеризуются тремя признаками: во-первых, момент исполнения договора отстает от момента его заключения; во-вторых, цена договора формируется за счет биржевого актива, лежащего в основе договора; в-третьих, зачастую договор исполняется не реальной поставкой биржевого товара, а выплатой ценовой разницы между ценой биржевого товара, установленной в договоре, и ценой, сформированной на бирже к моменту исполнения договора.

В ст. 8 Федерального закона "О товарных биржах и биржевой торговле"\*[\(18\)](#) говорится, что участниками биржевой торговли в ходе биржевых торгов могут совершаться сделки, связанные:

- со взаимной передачей прав и обязанностей в отношении реального товара с отсроченным сроком его поставки (форвардные сделки);
- со взаимной передачей прав и обязанностей в отношении стандартных контрактов на поставку биржевого товара (фьючерсные сделки);
- с уступкой прав на будущую передачу прав и обязанностей в отношении биржевого товара или контракта на поставку биржевого товара (опционные сделки).

Таким образом, к срочным сделкам, по определению указанного закона, относятся форвардные, фьючерсные и опционные договоры.

Современная арбитражная практика\*[\(19\)](#) пошла по пути дореволюционной судебной практики\*[\(20\)](#) и рассматривает расчетные срочные сделки как разновидность игр и пари. Вопросы, связанные с применением к деривативам норм об играх и пари, были также рассмотрены Конституционным Судом РФ, однако определением от 16 декабря 2002 г. N 282-О производство по делу было прекращено в связи с его неподведомственностью\*[\(21\)](#).

Показательным является то, что арбитражный суд, признавая деривативные сделки играми и пари, не объясняет суть последних. Проблема заключается в том, что ГК РФ, регулируя отношения, вытекающие из игр и пари, не дает их определения, в ст. 1062 и 1063 не указываются и их признаки. В

этой связи непонятной становится позиция Президиума ВАС РФ: признавая расчетные деривативы играми и пари, распространяя на них нормы гл. 58 ГК РФ, он не дает толкования, что именно подразумевается под играми и пари, какие характерные признаки присущи этим явлениям.

Сторонники лишения расчетных деривативов судебной защиты всегда утверждали, что социальные мотивы, которыми руководствуется законодатель, лишая судебной защиты требования из игр и собственно пари, полностью обоснованы и в отношении расчетных деривативов\*(22). Но и этот вывод не может считаться аргументированным. Еще дореволюционные цивилисты, в том числе Д.И. Мейер\*(23), отмечали, что социальными мотивами лишения игр и пари правовой защиты заключается в том, что их участники поступают необдуманно и легкомысленно и такое обогащение одних за счет других не приносит никакой пользы государству. Заключение расчетных деривативов не может быть результатом необдуманных и легкомысленных действий; наоборот, подобные договоры являются результатом кропотливых экономических анализов и расчетов, вытекающих из предпринимательской деятельности. Очевидна и польза для государства при заключении таких сделок, которая выражается в получении налогов, создании мощного финансового рынка, привлечении инвестиций и т.д.\*(24) Кроме того, Конституция РФ не обуславливает защиту конституционных прав и свобод\*(25) лица пользой, которую оно может приносить или не приносить обществу и государству. Поэтому следует согласиться с А.В. Рахмиловичем и Э.Э. Сергеевой в том, что "отсутствие заинтересованности государства и общества в расчетных форвардных договорах ни в коем случае не может служить в современной России основанием для лишения расчетных форвардных договоров судебной защиты"\*(26).

Некоторые авторы, например В.С. Белых и С.И. Виниченко, утверждают, что применение правовых последствий игр и пари к деривативам, в частности к фьючерсным договорам, возможно только при совершении лицом офсетной сделки\*(27). Если же участник биржевой торговли не преследует цели получить доход от спекулятивных операций и ограничивается сделкой по открытию позиции, то пари не возникает. Согласиться с таким утверждением не представляется возможным. Ведь сам законодатель в ст. 409 ГК РФ дает возможность прекратить обязательство путем выплаты отступного. Офсетную сделку можно рассматривать как своеобразное отступное.

Особенно четко это проявляется при заключении комбинированных фьючерсных контрактов, на которые указывает постановление ФКЦБ N 9\*(28). Так, п. 2.4 постановления дает возможность исполнить поставочный фьючерсный контракт не реальной поставкой биржевого актива, а выплатой вариационной маржи. Тогда вариационную маржу можно рассматривать как отступное. Например, при договоре купли-продажи продавец может с согласия покупателя исполнить договор не передачей в собственность предмета договора, а выплатой отступного. Если же цена на предмет договора купли-продажи повысится к моменту исполнения, то продавец может выплатить эту ценовую разницу и дать возможность покупателю приобрести аналогичную вещь у третьего лица. В этом случае ценовая разница, которая была выплачена продавцом, по договору купли-продажи можно рассматривать как вариационную маржу, и такой договор купли-продажи сложно признать разновидностью пари. Таким образом, офсетную сделку можно рассматривать как соглашение о прекращении обязательства выплатой отступного. Следовательно, отпадает возможность применения норм об играх и пари к фьючерсным договорам, если даже договор исполняется путем офсетной сделки.

Многие авторы утверждают, что расчетные деривативы "являются" ничем иным, как пари. Будучи типичной разновидностью алеаторных сделок, они не могут пользоваться защитой закона, в том числе и в отечественном правопорядке"\*(29). Пари характеризуют как сделку, права и обязанности в которой наступают в зависимости от случая, т.е. как рискованные или алеаторные сделки. К.П. Победоносцев назвал эти сделки "договорами о неверном и случайном"\*(30). С одной стороны, действительно, и при пари, и при расчетных деривативах права и обязанности возникают при наступлении определенного случая, т.е. они относятся к условным сделкам. Поэтому не следует соглашаться с мнением Е.П. Губина и А.Е. Шерстобитова, что "в пари спорное обязательство является условием возникновения обязательств сторон, следовательно, пари всегда условная сделка (сделка, совершенная под отлагательным условием), в то время как форвардный контракт вообще и расчетный форвардный контракт в частности представляют собой срочную, а не условную сделку"\*(31). Срочными являются только поставочные биржевые деривативы, где указываются начальный срок, т.е. момент возникновения прав и обязанностей, а также срок исполнения и прекращения договора.

Таким образом, срочными в полном смысле слова биржевыми сделками являются кассовые сделки и поставочные "срочные" сделки.

Итак, по срочной сделке права и обязанности сторон возникают в момент заключения сделки. В отличие от этого права и обязанности сторон по условной сделке возникают в момент наступления определенного случая (сделка под отлагательным условием).

На расчетные деривативы распространяются нормы ст. 157 ГК РФ об условных сделках. Сделки, которые порождают предусмотренные ими права и обязанности или прекращают свое действие на будущее время в зависимости от наступления или ненаступления определенного обстоятельства (условия), указанного в сделке, - называются совершенными под условием (условными) \*(32). Это имеет место, например, при заключении расчетного фьючерсного контракта. Стороны такого договора,

заклячая сделку, обусловливают возникновение прав и обязанностей с изменением биржевой цены на биржевой товар в будущем. До момента определения биржевой цены у сторон не возникают ни права, ни обязанности.

Правоотношения в этом случае являются неподвижными до возникновения обусловленного юридического факта, приводящего их в движение. Пункт 1 ст. 157 ГК РФ гласит, что сделка считается совершенной под отлагательным условием, если стороны поставили возникновение прав и обязанностей в зависимость от обстоятельства, относительно которого неизвестно, наступит оно или не наступит. При расчетных фьючерсных договорах, как и при других расчетных деривативах, именно это и имеет место. Стороны поставили возникновение прав и обязанностей по расчетному фьючерсному контракту в зависимость от формирования биржевой цены, относительно которой неизвестно, какой она будет, поэтому расчетные биржевые сделки, в отличие от поставочных, являются сделками, совершенными под отлагательными условиями.

Именно этот факт и наталкивает многих цивилистов на мнение, что расчетные деривативы являются разновидностями пари, т.е. алеаторными сделками. Г.А. Гаджиев и В.И. Иванов, квалифицируя расчетные деривативы не как "алеаторные", а как "квазиалеаторные", справедливо отмечают, что "такие соглашения мы называем квазиалеаторными договорами, подчеркивая тем самым их внешнее и поверхностное сходство с алеаторными договорами (к которым законодательство и доктрина ряда зарубежных стран относят игру и пари), полагая при этом, что сходство не есть тождество, и поэтому они являются новыми договорами в биржевой и банковской практике"\*(33).

Таким образом, расчетные деривативы целесообразнее представлять как "квазиалеаторные" договоры, имеющие сходства с алеаторными, но не являющиеся таковыми.

В решении Гражданского кассационного департамента Правительствующего сената N 57 за 1883 г. было отмечено, что пари, имея все признаки договора, вызывается не действительными и серьезными потребностями жизни, а прихотью или страстью, реализуемыми только при помощи риска, причем этот риск создается искусственно, что не позволяет "объединять договоры, в которых есть разный по своему происхождению риск, в одну группу"\*(34). Видимо, следует отличать предпринимательский риск от риска, искусственно созданного участниками алеаторной сделки, пари. Риск, лежащий в основе предпринимательской деятельности, отличается от риска, который искусственно создается участниками пари, удовлетворяя чувства азарта и страсти к быстрому и экономически не обоснованному обогащению. Следовательно, предпринимательские рисковые и алеаторные договоры суть различные правовые явления, и законодатель должен подойти к ним неодинаково. В.И. Иванов и Г.А. Гаджиев выделяют два основных признака алеаторного правоотношения: особый риск, возникающий из игры (обязательный риск), и объединение взносов игроков для их последующего неравномерного распределения, причем только при наличии обоих признаков можно говорить об алеаторном правоотношении\*(35).

Расчетные деривативы не отвечают этим признакам. Конечно, при деривативах существует риск, но это предпринимательский риск особого характера, который не относится в полной мере ни к риску алеаторных сделок, ни к риску обычной предпринимательской деятельности. Представляется весьма убедительным мнение некоторых авторов, которые определили расчетные деривативы не как алеаторные сделки, а как "квазиалеаторные". Это подчеркивает, что отношения, вытекающие из расчетных деривативов, представляют собой некое промежуточное состояние между алеаторными отношениями и обычными предпринимательскими. Порожденными практикой бирж, расчетные деривативы можно "рассматривать в качестве натуральных обязательств или, применительно к ГК РФ, непоименованных договоров (ст. 8), поскольку последние также порождаются общественным правосознанием. Кауза таких договоров представляет собой извлечение предпринимательской прибыли с помощью особо рисковых договоров, распространенных исключительно в биржевой практике и в правоотношениях"\*(36).

Учитывая, что расчетные деривативы являются предпринимательскими договорами с повышенным, по сравнению с другими предпринимательскими договорами, риском, палата лордов Великобритании с 1991 г. запретила муниципальным образованиям заключать такие договоры, "поскольку они распоряжаются общественными средствами и поэтому не должны брать на себя повышенные риски"\*(37). Такое ограничение касается только публично-правовых образований. Аналогичные ограничения вводит и российский законодатель относительно паевых инвестиционных фондов\*(38).

Чтобы квалифицировать расчетные деривативы как разновидность пари, они должны быть заключены не в целях предпринимательской деятельности, а для удовлетворения личных немущественных потребностей, вытекающих из азарта, страсти к игре или приятного времяпрепровождения.

Расчетные деривативы не отвечают признакам алеаторных сделок, а следовательно, не являются разновидностями пари.

Остановимся теперь на анализе правовых позиций трех высших судов РФ относительно расчетного форварда.

## 2.2. Аргументы Высшего Арбитражного Суда РФ по квалификации расчетных форвардных контрактов как разновидности пари

Для российских арбитражных судов вопрос о защите требований, возникающих из расчетных форвардов, стал насущным сразу после финансового кризиса августа 1998 г. До этого банки исправно платили друг другу долги по расчетным форвардам, и поэтому проблема судебной защиты расчетных форвардов оставалась чисто академической. После августа 1998 г. банки перестали выполнять свои обязательства, возникшие из расчетных форвардов, и проблема из теоретической превратилась в практическую.

После целого ряда судебных процессов в различных инстанциях, последовавших за кризисом 17 августа 1998 г., ВАС РФ было вынесено Постановление от 8 июня 1999 г. N 5347/98, устанавливающее критерии рассмотрения подобных дел. Надо отметить, что в постановлении Конституционного суда РФ в 2002 г. оно было воспроизведено практически дословно. Приведем пример из реальной судебной практики.

Две организации, КБ "Русский банк развития" (истец) и МКБ "Москомприватбанк" (ответчик), заключили генеральное соглашение от 24 марта 1997 г. N 110 "Об общих условиях совершения валютных конверсионных сделок и по предоставлению межбанковских кредитов на внутреннем и внешнем валютных рынках РФ" (далее - соглашение). На основании данного соглашения между сторонами путем обмена документами посредством электронной связи были заключены 17 конверсионных сделок (по купле-продаже валюты) на условиях "расчетного (индексного) форварда".

Предметом расчетных-форвардных контрактов являлось "перечисление курсовой разницы между курсом ММВБ рубль/доллар и курсом рубль/доллар, оговоренным в заключенном контракте". Расчеты по сделкам должны были осуществляться в рублях в сумме, представляющей разницу между стоимостью базового валютного актива по изначально зафиксированному курсу и его стоимостью по курсу, определяемому в будущем периоде (сделки на разницу).

Суд пришел к выводу о том, что требование истца подлежит удовлетворению лишь в случаях, перечисленных в ст. 1062 ГК РФ, в соответствии с которой требования граждан и юридических лиц, связанные с организацией игр и пари или с участием в них, не подлежат судебной защите, за исключением требований лиц, принявших участие в играх или пари под влиянием обмана, насилия, угрозы или злонамеренного соглашения их представителя с организатором игр или пари, а также требований, указанных в п. 5 ст. 1063 ГК РФ.

Суд признал юридически значимым обстоятельством направленность воли сторон на получение сумм вследствие колебания курса валют на валютном рынке (т.е. то, что они не имели в виду достижение какой-либо хозяйственной цели: страхование рисков по валютным контрактам, инвестициям и т.п.).

Было отказано не в судебной защите расчетных контрактов вообще, а в судебной защите расчетных контрактов, заключенных в спекулятивных целях, т.е. профессиональными участниками рынка. Принципиальная невозможность заключения такого рода сделок признана не была.

Следовательно, по-прежнему актуальным остается вопрос о юридической природе расчетных форвардных сделок. Основным аргументом сторонников непредоставления РФК судебной защиты является его отождествление с играми и пари. На взгляд автора, данный тезис является полностью несоответствующим ни его правовой природе, ни его экономической сущности. Рассмотрим более детально аргументы, выдвигаемые в подтверждение указанного тезиса.

Президиум ВАС свою позицию о признании расчетных деривативов разновидностями игр и пари аргументировал тем, что в договоре отсутствовала хозяйственная цель [\\*\(39\)](#).

Как следует из решения Суда, отсутствие доказательств того, что данные сделки совершались хотя бы одним из участников с какой-либо хозяйственной целью (страхование рисков по валютным контрактам, инвестициям и т.п.), дало основание для квалификации заключенных сторонами сделок в качестве разновидности игровых сделок. Еще один аргумент Президиума ВАС РФ в пользу своей позиции заключается в том, что действующее законодательство не содержит указаний на предоставление подобным сделкам судебной защиты. Исходя из этого, суд счел правомерным сделать вывод о распространении на подобные сделки положений ст. 1062 ГК РФ.

Вопрос о наличии или отсутствии хозяйственной цели как условия предоставления исковой защиты договора и неприменения правил об играх и пари исследовался также Федеральным арбитражным судом Московского округа (далее - ФАС МО) [\\*\(40\)](#). В судебном заседании заявитель просил отменить решения арбитражных судов, аргументируя свои доводы тем, что сделки заключались обществом с хозяйственной целью, а именно с целью защиты своих активов от возможной девальвации рубля по отношению к доллару США, поэтому ст. 1062 ГК РФ применению не подлежит [\\*\(41\)](#). Но эти доводы судом не были приняты во внимание, поскольку каких-либо доказательств, подтверждающих приведенные аргументы и наличие взаимосвязи между спорными сделками и участием общества в операциях на рынке ГКО и ОФЗ, представлено не было.

Такая позиция арбитражной практики, по нашему мнению, не является правильной. Во-первых,

законодательство не обуславливает предоставление искивой защиты лишь хозяйственной целью, и отсутствие хозяйственной цели в договоре не может лишить участников расчетного дериватива или любого другого договора права на искивую защиту. Для спекулянтов целью участия в деривативных сделках является систематическое извлечение прибыли и принятие рисков колебания цен, т.е. осуществление предпринимательской деятельности; для хеджеров такой целью является биржевое страхование от неблагоприятного ценового изменения биржевого актива.

Очевидно, Президиум при решении данного дела исходил из общепринятого мнения о целях игры и пари. Как указывает В.А. Белов, многие ошибочно считают, что "цель, ради которой участники вступают в игру, - приятное проведение времени. Цель, ради которой заключают пари, - подтверждение одного из противоположных мнений о чем-либо, т.е. разрешение спора"<sup>\*(42)</sup>. Но если даже взять за основу этот признак (субъективное намерение сторон), то и в данном случае вряд ли можно сказать, что брокеры и дилеры заключают биржевые сделки ради спора или приятного времяпрепровождения. В отличие от пари в расчетных деривативах нет спора как такового, стороны лишь договариваются о том, что при изменении цен на биржевой актив (нет спора и в том, что цена может измениться) одна сторона берет на себя риск такого изменения и обязуется компенсировать другой стороне такое неблагоприятное ценовое колебание.

Таким образом, как справедливо указывают Г.А. Гаджиев и В.И. Иванов, "и пари, и расчетный дериватив имеют свою собственную каузу, но они представляются столь различными, что одно только это обстоятельство способно натолкнуть на размышления о различной их правовой природе"<sup>\*(43)</sup>. При расчетных деривативах происходит некое подобие страхования, и одна сторона договора выступает в роли страховщика. Кроме того, необходимо отметить, что и договор страхования является условной, алеаторной сделкой, что не приводит к применению к договору страхования норм об играх и пари.

По нашему мнению, неправильным является также второй довод Президиума ВАС РФ - о том, что действующее законодательство не содержит указаний на предоставление подобным сделкам судебной защиты. Но действующее законодательство и не утверждает, что для каждой договорной формы необходимо законодательное указание о ее судебной защите.

Президиум необоснованно говорит о презумпции (несуществующей), что законодатель дает отдельное, специальное указание о предоставлении искивой защиты для конкретных видов договоров. Тогда как законодатель установил обратную презумпцию, искивая защита предоставляется всем поименованным в ГК договорам, а также непоименованным с единственным требованием, чтобы последние не противоречили общему смыслу и духу законодательства. К такому выводу приводит анализ ряда статей ГК РФ, в частности ст. 8 и 421. В этих [статьях](#) говорится, что вне зависимости от договоров, поименованы они в ГК РФ или нет, у них общее правовое регулирование и им одинаково предоставляется искивая защита.

В-третьих, ГК РФ пошел по пути метода исключения в случае лишения того или другого договора искивой защиты. Примером этого могут выступать ст. 1062 и 1063, где прямо указано, что искивая защита не предоставляется играм и пари; более того, ГК РФ лишает искивой защиты не все игры и пари, а лишь те, которые проводятся субъектами, не указанными в ст. 1063 ГК РФ. Таким образом, можно сказать, что в гражданском законодательстве существует презумпция, что "всем договорам предоставляется искивая защита, за исключением тех, которые прямо указаны в ГК РФ".

Однако, проведя обобщение и анализ судебно-арбитражной практики<sup>\*(44)</sup>, можно констатировать, что единой позиции арбитражных судов РФ по квалификации расчетных деривативов за период 1998-2001 гг. выработано не было. Приведем резолютивные части ряда постановлений Федеральных Арбитражных Судов Москвы и Московской области.

1. Между сторонами (банками) был заключен договор "Об общих условиях проведения операций на внутреннем валютном и денежном рынках" и "Положение о взаимозачете обязательств по конверсионным сделкам" в качестве приложения к договору, в соответствии с которыми стороны заключали конверсионные сделки в согласованном порядке, причем если общая сумма обязательств по конверсионным сделкам одной стороны превышает общую сумму обязательств другой стороны в той же валюте, то разница должна выплачиваться той стороной, которая имеет большую сумму обязательств. Заключенная сторонами сделка отвечает требованиям статей ГК РФ о заключении договора (ст. 432-434)<sup>\*(45)</sup>.

2. Сложившиеся между сторонами отношения по купле-продаже иностранной валюты за российские рубли на условиях расчетного форварда соответствуют Инструкции ЦБ РФ, утвержденной Приказом ЦБ РФ N 02-171 от 22.05.1996<sup>\*(46)</sup>.

3. "Сложившиеся между сторонами отношения по купле-продаже иностранной валюты за российские рубли на условиях расчетного форварда соответствуют требованиям ГК, на основании которых к купле-продаже валютных ценностей применяются общие положения о купле-продаже, если законом не установлены специальные правила их купли-продажи (п. 2 ст. 454 ГК РФ). Указанным положением следует руководствоваться при определении нормы, подлежащей применению в данном деле"<sup>\*(47)</sup>.

4. "Заключенные между сторонами сделки не подпадают под понятие пари (одна сторона якобы утверждает, а другая отрицает наличие обстоятельства, наступающего независимо от них, и одна из

сторон выигрывает на колебаниях валютного курса, в то время как фактически не предполагается проведение валютных операций), и к ним не подлежат применению положения статьи 1062 ГК РФ\*(48).

5. "Исковые требования, которые в соответствии с материалами дела основаны на договоре участников рынка срочных контрактов на Российской бирже и на Правилах торговли фьючерсными контрактами, не могут быть отнесены к сделкам из пари, а потому к правоотношениям, возникшим между сторонами по делу, ст. 1062 ГК РФ применена быть не может"\*(49).

6. Заключенные сторонами сделки на разницу следует квалифицировать в качестве разновидности игровых сделок\*(50).

7. Следующие обстоятельства, позволяющие предоставить судебную защиту подобным сделкам, должны быть подтверждены материалами дела:

1. Наличие у сторон по спорным сделкам обязанности осуществить реальную передачу продаваемой валюты с одновременным согласием на взаимозачет встречных обязательств;

2. Данные сделки совершались хотя бы одним из участников с какой-либо хозяйственной целью (страхование рисков по валютным контрактам, инвестициям и т.п.)\*(51).

8. Действующее законодательство указанные сделки не регулирует и не содержит указаний на предоставление подобным сделкам судебной защиты\*(52).

9. Стороны, заключив две конверсионные сделки по купле-продаже валюты с расчетами в российских рублях, представляющими разницу между стоимостью базового валютного актива по изначально зафиксированному курсу и его курсу, определяемому в день расчета, т.е. по курсу ММВБ на фиксированную дату, - тем самым заключили ничто иное, как сделку "пари", т.е. "игровую сделку", обязательства по которой, взятые каждой из сторон по настоящему делу, не подлежат судебной защите по действующему российскому гражданскому законодательству, в том числе по ст. 1062 ГК РФ, тем более что обе эти конверсионные сделки были заключены истцом и ответчиком на добровольных началах\*(53).

10. "Между сторонами заключены конверсионные сделки по купле-продаже валюты на условиях "расчетный (индексный) форвард". Как следует из условий соглашения, стороны не предполагали производить фактическую передачу базового актива сделки (неттинг). Расчеты по сделкам должны были осуществляться в рублях в сумме, представляющей разницу между стоимостью базового валютного актива по изначально зафиксированному курсу и его стоимостью по курсу, определяемому в будущем периоде. В соответствии со ст. 1062 ГК РФ гражданское законодательство данные сделки не регулирует и не предоставляет подобным сделкам судебную защиту, поскольку эти сделки являются разновидностью игровых (пари)"\*(54).

11. Заключая такие сделки, стороны приняли риски неблагоприятного для той или другой стороны изменения валютного курса. Доказательств того, что данные сделки совершались с какой-либо хозяйственной целью, в материалах дела нет\*(55).

12. Аргумент, в соответствии с которым наличие в действиях сторон риска не может рассматриваться как существенный признак пари, не может быть положен в основу квалификации заключенных сделок не в качестве пари\*(56).

13. Исследование правовой природы заключенных между "обществом" и должником сделок на условиях "расчетный (индексный) форвард" позволяет обоснованно квалифицировать эти сделки на разницу между стоимостью базового валютного актива по изначально зафиксированному курсу и его стоимостью по курсу, определяемому в будущем периоде, в качестве разновидности игровых сделок; по спорным сделкам стороны не предполагали производить фактическую передачу базового актива сделки (поставку валюты)\*(57).

14. Заключая такие сделки, стороны заранее осознают, что их исполнение не может быть обеспечено в принудительном порядке и рассчитывают на добросовестное исполнение обязательств каждой из сторон\*(58).

15. Действующее законодательство указанные сделки не регулирует и не содержит указаний на предоставление подобным сделкам судебной защиты\*(59).

16. Доводы о том, что спорные сделки заключались с хозяйственной целью и были связаны с необходимостью уменьшения потерь от падения курса рубля ко времени исполнения своих будущих обязательств в иностранной валюте и ко времени получения денежных поступлений от погашения ГКО и ОФЗ, не могут быть приняты во внимание без представления доказательств, подтверждающих эти доводы и наличие взаимосвязи между спорными сделками и участием банка в операциях на рынке ГКО и ОФЗ\*(60).

В связи с приведенными решениями напрашивается ряд выводов. Как отмечает А. Хвоцинский\*(61), ни в какой иной области российского права мы больше не встретим такую уникальную ситуацию: развитие значительного сегмента рынка оказалось, по сути, заблокировано именно доктринальной судебной практикой. Именно суды, а не законодатель, заявили, что в российской юрисдикции расчетный форвард является пари.

Вопреки утверждениям в ряде статей, посвященных комментируемой теме, позиции 1-5 тематической подборки исторически доказывают два важных факта.

Во-первых, расчетный форвард признавался арбитражными судами в качестве сделки,

подлежащей судебной защите и принудительному исполнению. Во-вторых, факты неисполнения своих обязательств из форварда со ссылкой на "игровой иммунитет" ст. 1062 имели место еще до августовского кризиса 1998 г.

Кроме того, по мнению А. Хвоцинского\*(62), разнообразие используемых терминов ("пари", "сделки из пари", "игровые сделки", "разновидность игровых сделок", "разновидность игровых сделок (пари)"; наконец, "сделка "пари", т.е. "игровая сделка") может быть оправданно при отрицательной квалификации сделок, то есть при утверждении, что они не подпадают под действие ст. 1062. Когда же сторона лишается судебной защиты, то отсутствие четкой квалификации упречного действия в определенном качестве (игра или пари, организация или участие соответственно) представляется недопустимым даже с учетом широкой формулировки ст. 1062 ("требования, связанные с организацией игр или пари или участием в них").

Обращает на себя внимание тот факт, что термин "разновидность игровых сделок" (также не основанный на законе) начал свое хождение после поворотного решения ВАС\*(63).

В качестве "отягчающего" обстоятельства суды несколько раз использовали аргумент "вы сами знали, на что шли". "Добровольные начала" сделок\*(64) или "расчет на добросовестное исполнение обязательств каждой из сторон"\*(65) являются не совсем корректными: в одинаковой мере указанные обстоятельства характеризуют фактически любой договор.

А вывод суда об осознании сторонами того, что исполнение таких сделок не может быть обеспечено в принудительном порядке\*(66), следует признать, скорее всего, необоснованным применительно к предполагаемому составу материалов дела.

Ряд исследователей справедливо обращали внимание на необоснованность вывода суда о том, что ни одной из сторон соответствующие сделки не совершались с какой-либо хозяйственной целью\*(67). Кроме напрашивающегося довода, что получение прибыли всегда может быть названо легальной (причем единственной необходимой) целью предпринимателя, остается необъяснимым, почему указанный вывод суда в обоих случаях следовал в решении за утверждением о том, что, заключая такие сделки, стороны приняли риски неблагоприятного для той или другой стороны изменения валютного курса.

Лишь в последней позиции ФАС МО\*(68) содержится, как представляется, более обоснованный вывод о том, что цель "уменьшения потерь" может быть принята во внимание, хотя и требует представления соответствующих доказательств.

Наконец, самое, наверное, обескураживающее недоразумение впервые закралось в решение ВАС\*(69), а затем несколько раз воспроизводилось ФАС МО\*(70). Не может служить основанием для отказа в судебной защите тот факт, что действующее законодательство не регулирует указанные сделки. Кроме того, содержащиеся в нормативных актах ЦБ упоминания и подразумеваемые описания расчетных форвардов позволяют нам сделать вывод о том, что данная позиция противоречит действующему законодательству и в позитивистском смысле.

Также не может не насторожить указание судов, что законодательство не содержит указаний на предоставление подобным сделкам судебной защиты. Представляется, что именно эта позиция, воспринятая судами, должна являться самой уязвимой с конституционной точки зрения.

Как было отмечено выше, уменьшение специальных курсовых рисков в целом не воспринимается практикой как достаточное основание для признания расчетного форварда чем-то отличным от пари. Но Постановление ФАС МО 13 июля 2001 г. N КГ-А40/1919-01-3 дает основания полагать, что суд был готов иначе оценить существо правоотношений, если "доводы о том, что спорные сделки заключались с хозяйственной целью и были связаны с необходимостью уменьшения потерь от падения курса рубля", были бы подтверждены предоставлением соответствующих доказательств. Подобную позицию высказал и Конституционный Суд РФ по делу о конституционности ст. 1062 ГК РФ.

Однако возможная легитимация деривативов через подлежащую доказыванию "обоснованную" хозяйственную цель представляется малоперспективной. Зарубежный опыт подсказывает, что поиск и тем более обоснование мотивов таких сделок является крайне затруднительным, поскольку их экономическая целесообразность не может быть выявлена в связи с отдельной сделкой или даже совокупностью отдельных сделок. В тех странах (Франция, Германия), где расчетные форварды, свопы, опционы получили в той или иной форме правовое признание, это признание обосновывается преимущественно стандартизацией типа договора и статусом и характером деятельности его стороны (сторон), то есть по более объективным критериям.

Еще одним реабилитирующим основанием расчетного форварда потенциально может стать наличие у сторон обязанности осуществить реальную передачу базового актива "с одновременным согласием на взаимозачет встречных обязательств"\*(71).

Во-первых, нельзя не поставить под сомнение соответствие этого довода требованиям действующего законодательства в отношении условий допустимости зачета.

Во-вторых, поясняя свою меру терпимости к таким сделкам, суд, похоже, забыл, что само появление и развитие финансовых инструментов такого рода и было направлено на избежание необходимости передавать тот самый базовый актив с целью уменьшения кредиторского риска с обеих сторон.



Наконец, попытка втиснуть расчетный форвард в традиционные договорные типы с добавлением общих положений об обязательствах представляется также малоперспективной в силу того, что на смену расчетному форварду в соответствующих сегментах рынка придут иные типы сделок, природу которых нельзя будет объяснить такими же методами.

Подводя итоги приведенного анализа судебной-арбитражной практики, можно сделать несколько простых выводов.

Если мы признаем, что хеджирование деривативы являются необходимым атрибутом современных финансовых рынков, то складывающаяся судебная практику нельзя признать позитивной с экономической точки зрения. Приведенные выше аргументы позволяют также охарактеризовать ее как небезупречную и с правовой точки зрения. Поиск возможных решений выводит нас на два достаточно очевидных варианта: законодательное вмешательство и корректировка судебной практики.

Арбитражные суды склонны базировать свои решения на той гражданско-правовой доктрине, которая нашла свое отражение в ГК РФ. Иными словами, кодекс представляет собой полноценную и даже в каком-то смысле самодостаточную систему, из которой суду тяжело "выскочить", будучи повязанным позитивистски понимаемым принципом законности.

Представляется, что в плоскости права на судебную защиту, права собственности и свободы предпринимательской деятельности может быть дана оценка сложившемуся в правоприменительной практике пониманию ст. 1062 ГК РФ. Дать такую оценку может только Конституционный Суд.

Однако Конституционный Суд фактически уклонился от полноценного ответа, и никаких разъяснений по существу вопроса получить не удалось.

### ***2.3. Правовая позиция Верховного Суда РФ по вопросу квалификации расчетных-форвардных контрактов***

Необходимо отметить, что решений судов общей юрисдикции по делам, так или иначе затрагивающим вопрос квалификации расчетного форварда и ряда других производных финансовых деривативов, значительно меньше, чем у арбитражных судов. Однако позиция правоприменительной практики в отношении этих институтов ничем не отличается. Строго повторяя позицию ВАС РФ в отношении РФК, Верховный Суд РФ также относит расчетный форвард, по совокупности указанных выше трех признаков, к договорам пари.

Все основания отнесения РФК к пари, как уже отмечалось, можно свести к трем основным моментам, которые и составляют понятие "сделка на разницу":

1. РФК, как и пари, является условной сделкой;
2. РФК-алеаторная (рисковая) сделка;
3. Отсутствие положительного социального эффекта (т.е. РФК не сопровождается ни производством, ни оказанием услуг).

Остановимся подробнее на опровержении каждого из приведенных аргументов.

#### ***2.3.1. Расчетный форвард как условная сделка***

Е.П. Губин и А.Е. Шерстобитов утверждают, что расчетные форвардные контракты не являются условными и рисковыми сделками, а следовательно, не являются и пари - на том основании, что "пари представляет собой сделку, в рамках которой между сторонами существует спор о том, имеет ли место определенное событие"<sup>(72)</sup>. А в рассматриваемых правоотношениях подлежит уточнению лишь размер обязательства, а не факт его наступления или ненаступления<sup>(73)</sup>.

Однако противники указанной позиции<sup>(74)</sup> весьма аргументированно утверждают, что такой вывод объясняется сужением понятия "обстоятельство" как основания возникновения обязательства. В целом представленные аргументы сводятся к следующему.

В случае единовременной выплаты вариационной маржи следует говорить об одной условной сделке; если же вариационная маржа начисляется на ряд последовательных дат, речь идет о ряде последовательных условных сделок. Обстоятельством, в зависимости от которого поставлено возникновение обязательства по уплате вариационной маржи, служит факт отличия курса базисного актива от цены расчетного форвардного контракта. Размер превышения является выигрышем (проигрышем) стороны. Сами же расчетные форвардные контракты являются условными сделками с отлагательным условием.

Но не весь расчетный форвардный контракт является условной сделкой. Е.П. Губин и А.Е. Шерстобитов справедливо отмечают, что "договор купли-продажи РФК состоит из двух различных и самостоятельных по своей сути договоров (договора купли-продажи РФК и самого РФК). Договор купли-продажи РФК является фьючерсным контрактом, предметом которого выступает срочный договор (расчетный форвардный контракт). Из этого вытекает, что договор купли-продажи РФК в целом вообще никакого отношения к играм и пари не имеет и регулируется нормами параграфа 1 гл. 30 ГК РФ "Купля-

продажа", с особенностями, установленными п. 4 ст. 454 ГК РФ, так как покупаются и продаются права и обязанности, вытекающие из РФК<sup>\*(75)</sup>.

Остановимся более подробно на особенностях используемой терминологии. "Договор "купли-продажи контракта" в действительности, очевидно, подразумевает возмездную передачу (уступку) прав по договору", замечает Е.А. Суханов<sup>\*(76)</sup>. В таком случае особенностями специфики являются, например, правила, которые позволяют увеличить оборачиваемость расчетного форвардного контракта (известно, что обязательственные права в силу условности обязательств по их передаче обладают гораздо меньшей оборотоспособностью, чем права вещные).

К таким отличительным чертам следует отнести, например, необходимость уведомления должника о состоявшемся переходе прав (впрочем, если другой стороной по сделке будет организатор торгов, такого уведомления, согласно п. 3 ст. 382 ГК РФ, не требуется). Затруднения могут быть вызваны возложением на нового кредитора обязанности доказывания состоявшегося перехода прав (п. 1 ст. 385 ГК РФ).

Еще одной особенностью является требование фактической передачи материального объекта документа, удостоверяющего право требования. Затруднения в данном случае могут возникнуть, если акцепт по договору сделан конклюдентно или сделка совершена посредством электронной связи. Не разрешен вопрос о значении личности кредитора в передаваемом обязательстве, связанном с рассматриваемой областью предпринимательской деятельности (п. 2 ст. 388 ГК РФ). Однако на действительность сделки все перечисленные обстоятельства в общем случае не влияют.

Следовательно, необходимо рассмотреть природу самого расчетного форвардного контракта. Денежное обязательство из расчетного форвардного контракта возникает не при заключении договора купли-продажи форвардного контракта (обязательства принять и передать товар), а в момент выплаты вариационной маржи. Расчетный форвардный контракт по своей правовой природе не имеет ничего общего с играми и пари. При заключении такой сделки выигрыш или проигрыш сторон поставлен в зависимость не от факта наступления событий, а от стечения обстоятельств и от поведения участников. Так, стороны контракта могут реально воздействовать на цену погашения расчетного форвардного контракта посредством заключения сделок на реальных рынках: изменившаяся цена на реальный товар будет служить базисом расчета в расчетном контракте. Такое поведение сторон будет считаться добросовестным и оправданным, в отличие, например, от использования участниками отношений инсайдерской информации<sup>\*(77)</sup>. Хотя большинство участников этого рынка на исход торгов влияния не оказывают и реально оказать не могут, следует учесть, что гипотетически такие шансы у них все же есть. Крупные же участники финансовых рынков такое влияние действительно оказывают.

Относительно спора о происшествии или непроизшествии события следует заметить, что при заключении расчетной форвардной сделки обязательства сторон по выплате вариационной маржи с определенным сроком расчетов еще не возникают, они могут возникнуть в будущем.

Однако при определенных условиях (совпадении начальной цены контракта и цены его погашения) обязательства сторон могут полностью отсутствовать. М.И. Брагинский в отношении условных сделок (игр и пари) справедливо заметил, что "возникновение прав и обязанностей поставлено в зависимость от обстоятельства, относительно которого неизвестно, наступит ли оно"<sup>\*(78)</sup>. Хотя указанный случай маловероятен, однако он вполне реален, и это помогает понять природу расчетных форвардных контрактов. На возражение о том, что "при заключении условной сделки стороны не знают, наступит ли соответствующее обстоятельство, а потому исключается участие сторон в наступлении или ненаступлении данного события"<sup>\*(79)</sup>, следует заметить, что положения ГК РФ не содержат ограничений по факту добросовестного содействия сторон наступлению события, что не было отмечено Е.П. Губиным и А.Е. Шерстобитовым<sup>\*(80)</sup>. Таким образом, сделка все-таки будет являться условной.

К данному тезису аналогичным путем приходит в указанной работе и Г.В. Мельничук, однако выводы из этого им были сделаны, на взгляд автора, не вполне корректные. Условная сделка, каковой бесспорно является расчетный форвардный контракт, не означает автоматического приравнивания ее к играм и пари.

Возможность существования сделок, совершенных под условием, традиционно признается российским гражданским законодательством. Такие сделки совершенно идентично закреплялись законодательством дореволюционной России, ст. 41-43 ГК РСФСР 1922 г., ст. 60 ГК РСФСР 1964 г. и ст. 157 ГК РФ.

Условной называется сделка, стороны которой ставят возникновение или прекращение прав и обязанностей в зависимость от какого-либо обстоятельства, которое может наступить или не наступить в будущем.

В качестве условия могут выступать как события, так и действия граждан и юридических лиц. При этом в качестве условия могут рассматриваться как действия третьих лиц, так и действия самих участников сделки.

События и действия, относимые к условиям, должны обладать определенными признаками:

1. в момент совершения сделки ее участникам не должно быть известно, наступит или не наступит в будущем обстоятельство, включенное в сделку в качестве условия;
2. произвольность установления условия;

3. условие не должно противоречить закону, основам правопорядка и нравственности.

Следовательно, расчетный форвард действительно является условной сделкой, что ни в коей мере не должно влиять на его охраноспособность. В противном случае, если сослаться на условность расчетного форвардного контракта как основания для отказа в его судебной защите, следующим логичным и неизбежным шагом будет отказ в судебной защите любым обязательствам, в которых, например, момент возникновения прав и обязанностей или перехода права собственности поставлен в зависимость от наступления некоторого события, подпадающего под приведенные выше признаки. Данная посылка вполне очевидно является абсурдом.

Условность РФК не является даже косвенным основанием для его квалификации как пари и, соответственно, для отказа в его судебной защите.

Обратимся к другим особенностям РФК, которые зачастую представляются в качестве подобных оснований.

### 2.3.2. Расчетный форвард как алеаторная (рисковая) сделка

Выгода, приобретаемая стороной расчетного форвардного договора, как и выгода, приобретаемая участником пари, всецело зависит от случайного события. Это характерный признак рискованных договоров, к которым Кодекс Наполеона, объединяющий эти договоры в титул XII гл. III, относит, помимо игры и пари, договор страхования, морской заем и договор пожизненной ренты (ст. 1964). Термин "рисковый" характеризует договор с точки зрения выраженной в нем воли сторон и не касается существа возникающих у сторон прав и обязанностей, никак не характеризует эти права и обязанности. Поэтому в литературе совершенно справедливо употребляется термин "рисковые сделки", а не "рисковые договоры".

Однако практически любой предпринимательский договор (сделка) носит рискованный характер. Одни из них прямо характеризуются как полностью или частично алеаторные (в частности, договор постоянной ренты с определенными ограничениями, предусмотренными, например, п. 1 ст. 592 ГК РФ), другие являются таковыми по сути, т.к. любой договор поставки может быть не исполнен в силу недобросовестности контрагента либо воздействия непреодолимой силы, что повлечет убытки одной из сторон.

В таком контексте представляется логичным либо отказать в судебной защите всем предпринимательским договорам, либо не сослаться на рискованный характер РФК как основания для отказа в предоставлении такой защиты.

### 2.3.3. Отсутствие положительного социального эффекта

Именно этот мотив приводили авторы объяснений к российскому проекту Гражданского уложения 1899 г. применительно не только к играм и собственно пари, но и к любым сделкам на разницу. Его же приводит в отношении расчетных форвардов и современная российская судебная практика, формулируя его иногда как "отсутствие интереса государства и общества" к расчетным форвардам, а иногда как "отсутствие хозяйственной цели" у участников расчетных форвардов.

Говоря об отсутствии хозяйственной цели у участников расчетных форвардных договоров, суды имеют в виду, конечно же, не хозяйственную цель, преследуемую стороной, заключающей расчетный форвард. Хозяйственная цель любой сделки, совершаемой хозяйственным обществом в процессе предпринимательской деятельности, очевидна и прямо названа в законе - это извлечение прибыли.

Ссылаясь на отсутствие хозяйственной цели у участников расчетного форварда, российские суды имеют в виду не бесполезность расчетного форварда для самих его участников, а отсутствие у его участников такой цели, достижение которой было бы существенно для общества в целом, для успешного функционирования общественного хозяйства, для развития хозяйственного оборота. То есть речь идет об общественной пользе, о значении расчетного форварда для удовлетворения потребностей экономики всего общества, а не только для экономического благополучия самих участников сделки.

В свое время отсутствие общественной пользы от сделок на разницу было веским мотивом для обоснования отказа в судебной защите требований, возникающих из них. Хотя и тогда существовали серьезные возражения против этого. Г.Ф. Шершеневич писал, что практически невозможно отличить чистую биржевую спекуляцию от сделки на разницу, вызванной необходимостью страхования рисков<sup>(81)</sup>.

Конечно, данный тезис является абсолютным абсурдом, во-первых, потому, что экономическая заинтересованность субъектов предпринимательской деятельности в РФК очевидна (иначе они не заключали бы такого количества договоров, которые, даже если не учитывать факт отсутствия судебной защиты, и так содержат в себе значительную долю риска); во-вторых, полностью отсутствует какой-либо неблагоприятный эффект для общества или государства; и в-третьих, учитывая первые два тезиса, отказ в судебной защите является фактическим ограничением свободы договора и напрямую

противоречит приведенной статье ГК РФ. Однако попытаемся оценить подобные действия российской законодательной и судебной власти с формально-юридической точки зрения - соответствия их Конституции России.

Глава 2 Конституции России, содержащая перечень прав человека и гражданина, открывается ст. 17, ч. 2 которой провозглашает, что "основные права и свободы человека неотчуждаемы и принадлежат каждому от рождения". Смысл этой нормы состоит в том, что осуществление человеком его основных прав и свобод является выражением его индивидуальности, утверждением ценности его личности. Осуществление человеком его конституционных прав и свобод не обусловлено пользой, которую оно может приносить или не приносить при тех или иных обстоятельствах обществу и государству. Основанием приобретения человеком конституционных прав и свобод является факт его рождения, и ничто иное.

Интересно, что Конституция СССР 1936 г. стояла на диаметрально противоположных позициях - ст. 125 предоставляла гражданам СССР свободу слова, печати, собраний и митингов, уличных шествий и демонстраций исключительно "в целях укрепления социалистического строя", а ст. 126 обеспечивала гражданам СССР право объединения в общественные организации "в целях развития организационной самостоятельности и политической активности народных масс". Это означало, что конституционные права не обладали в глазах тогдашнего законодателя самостоятельной ценностью, а были всего лишь средством достижения каких-то внешних по отношению к человеческой индивидуальности целей.

Это принципиальное различие показывает, что ч. 3 ст. 55 Конституции России не может содержать такого мотива ограничения прав и свобод человека и гражданина, как отсутствие общественной значимости, отсутствие интереса общества и государства к осуществлению лицом своего конституционного права. Интерес государства или общества не может быть условием осуществления гражданином его конституционного права; наоборот, основные права и свободы человека и гражданина гарантируются независимо и несмотря на возможное отсутствие интереса государства или общества к осуществлению этих прав.

Отсутствие заинтересованности государства и общества в расчетных форвардных договорах ни в коем случае не может служить в современной России основанием для лишения расчетных форвардных договоров судебной защиты.

## Глава 2. Практические пути решения проблемы при отсутствии законодательного регулирования

### **§ 1. Правовая позиция Конституционного Суда РФ и проблема защиты прав участников РФК**

В Конституционный Суд РФ "Банком Сосьете Женераль Восток" была подана жалоба на несоответствие ст. 1062 ГК РФ части 1 ст. 34 и части 3 ст. 55 Конституции РФ по приведенным выше основаниям. Однако по прошествии весьма долгого периода после подачи указанной жалобы Конституционный Суд вынес определение от 16 декабря 2002 г.\*[\(82\)](#) "О прекращении производства по делу о проверке конституционности ст. 1062 Гражданского кодекса РФ в связи с жалобой коммерческого акционерного банка "Банк Сосьете Женераль Восток", в котором практически дословно, как было сказано выше, воспроизвел постановление ВАС РФ от 1996 г.

Конституционный Суд РФ определил, что ст. 1062 ГК РФ не препятствует предоставлению судебной защиты требованиям, вытекающим из расчетного форвардного контракта, если по своему существу он соответствует гражданско-правовым критериям сделок, требования по которым подлежат защите в судебном порядке, - и как таковая не может рассматриваться как нарушающая право на судебную защиту.

Ранее суды отказывали в удовлетворении исковых требований по форвардным контрактам, в том числе заключенным до кризиса 1998 г., мотивируя это тем, что заключенные сторонами сделки являются игровыми сделками, подпадающими под действие ст. 1062 ГК РФ, в соответствии с которой требования, связанные с организацией игр и пари или с участием в них, не подлежат судебной защите.

Таким образом, представленная позиция Конституционного Суда ни в коей мере не разрешила существующую проблему, а явилась скорее уходом от нее.

Согласно ст. 1062 действующего ГК РФ требования из игр и пари не подлежат судебной защите. Согласно ст. 1063 правила ст. 1062 не распространяются на лотереи, тотализаторы (взаимные пари) и другие основанные на риске игры, проводимые Российской Федерацией, ее субъектами, муниципальными образованиями или лицами, получившими соответствующие лицензии от уполномоченного государственного или муниципального органа.

О расчетных форвардных договорах ГК РФ ничего специально не говорит, поскольку расчетный форвардный договор содержит в себе все признаки пари как "основанного на риске и заключенного между двумя или несколькими лицами, как физическими, так и юридическими, соглашения о выигрыше, исход которого зависит от обстоятельности, относительно которого неизвестно, наступит оно или нет", сформулированные российским законодательством (ст. 2 Федерального закона "О налоге на игорный бизнес"). Не упоминая расчетный форвардный договор в ст. 1062 ГК РФ, российский законодатель тем самым не делает для расчетного форварда никаких исключений из общего правила ст. 1062 ГК РФ.

Российский законодатель, в отличие от западноевропейского, не придает значения субъектному составу расчетного форвардного договора. Он оставляет без внимания возможность дифференцированного правового регулирования сделок на разницу в зависимости от выполняемых этими сделками социальных функций.

Попытка восполнения этого существенного пробела делается конституционным законодательством. Право на судебную защиту (право на иск в материальном смысле) является неотъемлемым свойством гражданского субъективного права\*[\(83\)](#). Это означает, что без возможности судебной защиты субъективное право просто не существует.

Лишение субъективного права, как вещного, так и обязательственного, судебной защиты влечет за собой уничтожение самого субъективного права.

По мнению М.М. Агаркова, обязательство, исполнение которого невозможно требовать в принудительном порядке (натуральное обязательство), не является обязательством в собственном смысле этого слова. Невозможность требовать обратно переданное во исполнение "натурального обязательства" означает лишь то, что в данном случае имеется законное основание для перехода имущества от одного лица к другому\*[\(84\)](#). Утверждение М.М. Агаркова полностью соответствует норме параграфа 762 Германского гражданского уложения: "из игры или пари обязательств не возникает".

Германский закон не говорит о лишении судебной защиты требований из игр и пари: он прямо указывает на отсутствие самого обязательства.

Таким образом, отсутствие у требований из игр и пари судебной защиты означает, что соглашения об игре и пари не влекут за собой возникновения у их сторон каких-либо обязательств по отношению друг к другу, то есть такие соглашения не являются гражданско-правовыми договорами. А формально-юридическое признание этих договоров (отсутствие их прямого запрета или признания ничтожными с момента заключения) представляется исключительно демагогической посылкой.

Отказывая в правовых последствиях играм и пари, норма ст. 1062 ГК РФ ограничивает тем

самым право сторон свободно выражать свою волю и порождать своим согласованным волеизъявлением правовые последствия, то есть ограничивает свободу договора, состоящую в праве "заключить договор, как предусмотренный, так и не предусмотренный законом или иными правовыми актами" (п. 2 ст. 421 ГК РФ).

Конституционный Суд РФ своим постановлением от 23 февраля 1999 г. N 4-П\*(85) по делу о проверке конституционности положения ч. 2 ст. 29 Федерального закона от 3 февраля 1996 г. "О банках и банковской деятельности" отнес свободу договора, как непосредственно вытекающую из конституционной свободы экономической деятельности, гарантированной ст. 8, 34 и 35 Конституции России, к числу конституционных свобод.

Если же говорить о расчетных форвардных договорах, заключаемых юридическими лицами, то Конституционный Суд РФ в постановлении от 24 октября 1996 г. N 17-П по делу о проверке конституционности ч. 1 ст. 2 Федерального закона от 7 марта 1996 г. "О внесении изменений в закон РФ "Об акцизах" сформулировал правовую позицию, согласно которой в случае, если конституционные права граждан реализуются в деятельности юридического лица, созданного для этой цели, то соответствующие права и свободы самого юридического лица приобретают статус конституционных.

Лишение судебной защиты требований, возникающих из расчетных форвардных договоров, заключаемых банками в процессе своей предпринимательской деятельности, представляет собой также ограничение конституционной свободы предпринимательской деятельности, гарантированной ч. 1 ст. 34 Конституции России.

Для разрешения этой конституционной коллизии необходимо обратиться к мотивам, по которым законодатель лишает требования из игр и пари судебной защиты. Часть 3 ст. 55 Конституции России допускает ограничение конституционных прав и свобод "в той мере, в какой это необходимо в целях защиты основ конституционного строя, нравственности, здоровья, прав и законных интересов других лиц, обеспечения обороны страны и безопасности государства". Следовательно, условием допустимого ограничения федеральным законом конституционных прав и свобод должно обязательно быть обеспечение перечисленных в ч. 3 ст. 55 Конституции России целей. Только в этом случае ограничение не может считаться антиконституционным.

Для того чтобы установить, не противоречит ли Конституции России лишение судебной защиты расчетных форвардов, заключаемых банками между собой, необходимо выяснить, можно ли в отношении расчетных форвардов руководствоваться теми же мотивами, какими руководствуется законодатель, лишая судебной защиты требования, возникающие из игр и пари.

Первый мотив лишения требований из игр и пари судебной защиты - это азарт, лишаящий участников игр и пари способности трезво и спокойно взвешивать последствия своих действий и отдавать себе отчет в их серьезности, а также возможность игроков злоупотреблять слабостью и легкомыслием других. Однако банками, заключающими расчетные форвардные договоры, не движут ни азарт, ни легкомыслие. Они заключают расчетные форвардные договоры на основании анализа рынка, отчетливо представляя себе существующие на этом рынке риски. При этом банки принимают все необходимые меры для страхования своих рисков.

Второй мотив - высокая вероятность злоупотреблений и недобросовестного поведения участников при заключении и исполнении этих договоров - также несостоятелен. Недобросовестность банков, подлежащих специальному банковскому контролю, значительно менее вероятна, чем недобросовестность любых других участников гражданского оборота при заключении каких-либо сделок.

Третий мотив - безнравственность зарабатывания денег лицом без всяких усилий со своей стороны, исключительно по воле случая. Такой мотив вряд ли оправдан по отношению к банкам, которым законодательно предписано зарабатывать деньги в интересах своих клиентов, а также вкладывать их в экономику. С таким же успехом можно было бы считать безнравственной выдачу банками кредитов под проценты.

Эти мотивы вполне оправданны по отношению к играм и собственно пари. Лишение требований, вытекающих из игр и собственно пари, судебной защиты по этим мотивам, - то есть с целью защиты, во-первых, прав и законных интересов их участников и, во-вторых, общественной нравственности, - если и является ограничением проявления человеческой индивидуальности, как вполне справедливо считает В.А. Белов\*(86), то ограничением, вполне допускаемым ч. 3 ст. 55 Конституции России.

Однако эти мотивы совершенно не годятся для обоснования лишения судебной защиты расчетных форвардных договоров, заключаемых банками между собой, поскольку они предполагают совсем другой круг участников правоотношений и другие социальные условия заключения и исполнения этих договоров и еще раз подтверждают, что РФК не является ни игрой, ни пари.

Четвертый мотив - отсутствие в расчетном форварде какой-либо пользы для общества, его бессмысленность с точки зрения потребностей гражданского оборота, незаинтересованность в нем государства и общества - уже не связан ни с составом участников сделки, ни с конкретными условиями ее заключения и исполнения. Он детально рассмотрен выше.

РФК схож по своей правовой природе и экономической сущности с играми и пари не более, чем любой другой предпринимательский договор.

Следует также добавить, что в литературе высказывалась точка зрения\*(87), что РФК является

пари или игрой особого рода, вследствие чего ему должна быть предоставлена судебная защита. В частности, А.В. Рахмилович и Э.Э. Сергеева считают, что норма ст. 1062 ГК РФ, лишаящая судебной защиты требования, возникающие из всех без исключения игр и пари, оказывается сформулированной слишком широко. В той мере, в какой норма ст. 1062 ГК РФ дает возможность судам отказывать в судебной защите требований, возникающих из расчетных форвардных договоров, заключаемых банками между собой, она противоречит Конституции России.

С их точки зрения выход из ситуации имелся в случае признания Конституционным Судом содержания ст. 1062 ГК РФ необоснованно широким. Сузив содержание ст. 1062 ГК РФ, Конституционный Суд РФ тем самым предоставил бы судебную защиту требованиям, возникающим из расчетных форвардных договоров, заключаемых банками друг с другом\*(88).

## **§ 2. Преодоление проблемы правовой квалификации РФК средствами третейского судопроизводства**

Основным путем, которым идут стороны расчетных деривативов при решении проблем, связанных с правовой квалификацией этих сделок, является обращение в третейский суд. Остановимся более подробно на практике рассмотрения споров, вытекающих из расчетных форвардов, в третейском суде на примере деятельности Третейского суда при Межбанковском финансовом доме.

В течение ряда лет на внебиржевом рынке производных (вторичных) финансовых инструментов совершаются сделки купли-продажи расчетных форвардных контрактов. Одной из наиболее активных "площадок" внебиржевого рынка производных финансовых инструментов России является Межбанковский финансовый дом\*(89).

Третейский суд при Межбанковском финансовом доме рассмотрел, начиная со второй половины 1997 г. по настоящее время, ряд дел, связанных со спорами, возникшими ввиду неисполнения или ненадлежащего исполнения условий расчетных форвардных контрактов.

Договорные обязательства сторон по РФК, как свидетельствует практика Третейского суда при Межбанковском финансовом доме, возникают:

- из договоров организационного характера, именуемых Генеральным соглашением "Об общих условиях проведения операций на внутреннем валютном рынке", "Межбанковским соглашением об условиях совершения сделок на внутреннем денежном и валютном рынках РФ" и т.п., в рамках которых стороны совершают ряд однотипных расчетных форвардных сделок;

- из договоров купли-продажи расчетных форвардных контрактов. В этом случае РФК продаются:

- а) согласно договору купли-продажи расчетного форвардного контракта на значение цены акции определенного эмитента на определенную дату в Российской Торговой Системе (РФК РТС);

- б) согласно договору купли-продажи расчетного форвардного контракта на значение цены акции на ММВБ (РФК ММВБ);

- в) согласно договору купли-продажи расчетного форвардного контракта на котировку определенной валюты на ММВБ (ВРФК ММВБ).

Рассмотрение споров по указанным договорам в третейском суде показало, что ответчики, как правило, не отрицали ни факта заключения договора одного из рассматриваемых видов, ни возникновения у них обязанностей по уплате долга, однако иск не признавали и просили отказать истцам в судебной защите. При этом они ссылались на то, что в РФ правовое регулирование отношений по договору купли-продажи расчетного форвардного контракта полностью отсутствует.

По мнению ответчиков, договор купли-продажи РФК относится к рисковым сделкам, основанным на пари и исключаящим участие сторон в наступлении события. Действующее гражданское законодательство, с их точки зрения, подобного рода сделки регламентирует в гл. 58 "Проведение игр и пари" ГК РФ, и в силу ст. 1062 ГК РФ требования граждан и юридических лиц, связанные с организацией игр и пари или с участием в них, не подлежат судебной защите.

Поэтому представляется весьма интересной правовая аргументация и логика третейских судов по квалификации подобных договоров и разрешению споров, вытекающих из них. Приведем здесь обобщенную картину решений Третейского суда при Межбанковском финансовом доме по указанной категории дел. Мотивировочная часть большинства из них содержит следующую цепочку логических выкладок.

Согласно ст. 1062 ГК РФ, требования граждан и юридических лиц, связанные с организацией игр и пари или с участием в них, не подлежат судебной защите, за исключением требований лиц, принявших участие в играх или пари под влиянием обмана, насилия, угрозы или злонамеренного соглашения их представителя с организатором игр или пари, а также требований, указанных в п. 5 ст. 1063 ГК РФ.

В соответствии со ст. 1063 ГК РФ, отношения между организаторами лотерей, тотализаторов (взаимных пари) и других основанных на риске игр - Российской Федерацией, субъектами РФ, муниципальными образованиями, лицами, получившими от уполномоченного государственного или муниципального органа разрешения (лицензии), - и участниками игр основаны на договоре. Предложение о заключении договора, предусмотренного п. 1 данной статьи, должно включать условия о

сроке проведения игр и порядке определения выигрыша и его размера. В случае отказа организатора игр от их проведения в установленный срок участники вправе требовать возмещения понесенного из-за отмены игр или переноса срока игр реального ущерба. Лицам, которые в соответствии с условиями проведения лотереи, тотализатора или иных игр признаются выигравшими, организатор должен выплатить выигрыш в предусмотренных условиями проведения игр размере, форме (денежной или в натуре) и в оговоренный срок, а если срок в этих условиях не указан - не позднее десяти дней с момента определения результатов игр. В случае неисполнения организатором игр указанной обязанности участник, выигравший в лотерее, тотализаторе или иных играх, вправе требовать от организатора выплаты выигрыша, а также возмещения убытков, причиненных нарушением договора со стороны организатора.

В гл. 58 ГК РФ нет специальной нормы, запрещающей заключение расчетных сделок. Это означает, что даже в случае признания сделок на разницу (в том числе РФК) игрой, российский законодатель в современных условиях не относится отрицательно к таким сделкам, а потому и не предполагает отказа в судебной защите прав сторон, вытекающих из сделок на разницу.

Данный вывод подтверждается тем, что в настоящее время такие сделки имеют огромное распространение во всем мире в области как биржевой, так и внебиржевой торговли\*(90).

Кроме того, необходимо учитывать, что в действующем законодательстве РФ предусматривается использование расчетного форвардного контракта как производного финансового инструмента фондового и валютного рынка. В частности, в письмах ЦБ РФ от 23 декабря 1996 г. N 382 и от 3 февраля 1997 г. N 404 раскрывается сущность РФК.

В связи с тем, что в ст. 1062 ГК РФ не дается определение игр и пари, возникает необходимость исследования правовой природы всех ранее выделенных видов договоров и сопоставления их с существенными признаками пари. При этом представляется целесообразным рассмотреть этот вопрос применительно к различным видам договоров, опосредующих отношения, связанные с РФК.

Во-первых, рассмотрим отношения, возникающие из договоров организационного характера, именуемых Генеральным соглашением "Об общих условиях проведения операций на внутреннем валютном рынке", "Межбанковским соглашением об условиях совершения сделок на внутреннем денежном и валютном рынках РФ" и т.п., в рамках которых стороны совершают ряд однотипных расчетных форвардных сделок.

Первоначально исследовалась правовая природа договоров организационного характера. Согласно ст. 8 ГК РФ, гражданские права и обязанности возникают как из договоров и иных сделок, предусмотренных законом, так и из договоров и иных сделок, хотя и не предусмотренных законом, но не противоречащих ему. На основе анализа содержания и правовой природы данных договоров необходимо сделать вывод о том, что Генеральное соглашение "Об общих условиях проведения операций на внутреннем валютном рынке" относится к договорам, хотя и не предусмотренным законом, но не противоречащим ему. В Генеральном соглашении прямо устанавливается, что его предметом является регулирование порядка заключения и исполнения сделок на внутреннем валютном рынке РФ, т.е. данный договор следует отнести, в соответствии с п. 2 ст. 421 ГК РФ, к договорам, не предусмотренным законом или иными правовыми актами, а по правовой природе - к организационным договорам. Содержанием такого договора является определение порядка заключения РФК, существенные условия, правила об исполнении, а также об ответственности за неисполнение или ненадлежащее исполнение РФК.

Организационные договоры содержат не только правила совершения сделок РФК, но и устанавливают их содержание, соответственно, включают как организационные, так и имущественные элементы. Назначение организационных договоров состоит в определении параметров конкретных сделок РФК и формировании их условий.

Следовательно, организационный договор не может рассматриваться как соглашение, имеющее отношение к играм и пари, поскольку не содержит каких-либо условий, предусматривающих возникновение обстоятельств, складывающихся независимо от воли сторон.

Теперь обратимся к отношениям по договорам купли-продажи расчетных форвардных контрактов - РФК РТС, РФК ММВБ, ВРФК ММВБ.

Договор купли-продажи РФК оформляет обязательства сторон (продавца и покупателя) по купле-продаже расчетного форвардного контракта, например на значение цены акции определенного эмитента (РФК РТС), входящей в листинг Российской Торговой Системы, и на значение цены акции на ММВБ (РФК ММВБ). Договор купли-продажи РФК состоит из двух различных, самостоятельных по своей сути договоров (договора купли-продажи РФК и самого РФК). Договор купли-продажи РФК является фьючерсным контрактом, предметом которого выступает срочный договор (расчетный форвардный контракт). Из этого вытекает, что договор купли-продажи РФК в целом вообще никакого отношения к играм и пари не имеет и регулируется нормами § 1 гл. 30 ГК РФ "Купля-продажа", с особенностями, установленными п. 4 ст. 454 ГК РФ, так как покупаются и продаются права и обязанности, вытекающие из РФК.

Вместе с тем предметом как организационных соглашений, так и всех разновидностей договоров купли-продажи РФК выступает сам форвардный контракт (т.е. срочный договор). В связи с этим



необходимо также изучить его правовую природу. Условия расчетного форвардного контракта изложены в конкретных пунктах организационного договора и договора купли-продажи РФК. Важное значение для понимания сущности форвардного контракта имеют определения, данные в организационных договорах и договорах купли-продажи РФК, так как позволяют выявить существенные признаки именно расчетного форвардного контракта, в отличие от иных их видов.

Анализ соответствующих определений и условий позволяет сделать следующие выводы.

Согласно ст. 8 ГК РФ, гражданские права и обязанности возникают в том числе из договоров и иных сделок, предусмотренных законом, а также из договоров и иных сделок, хотя и не предусмотренных законом, но не противоречащих ему. Расчетный форвардный контракт относится к договорам, хотя и не предусмотренным законом, но не противоречащим ему. Кроме того, в соответствии с п. 2 ст. 421 ГК РФ сторонам предоставляется право заключить договор, как предусмотренный, так и не предусмотренный законом или иными правовыми актами.

В организационном договоре и договоре купли-продажи РФК определяется, что расчетный форвардный контракт, например на значение цены акции определенного эмитента (РФК РТС), входящей в листинг Российской Торговой Системы, и на значение цены акции на ММВБ (РФК ММВБ), представляет собой срочный контракт, т.е. договор, заключенный на определенную дату. Это означает, что стороны отсрочили его исполнение на будущее и предусмотрели конкретный срок исполнения, который устанавливается либо в конкретном пункте договора купли-продажи РФК, либо в подтверждениях о заключении конкретных сделок РФК в рамках организационного договора.

Далее, особенность расчетного форвардного контракта, в отличие от других его видов (например, поставочного форвардного контракта), состоит в том, что стороны достигают соглашения о фиксированной цене (например, о цене соответствующих корпоративных ценных бумаг на дату исполнения).

Наконец, расчетный форвардный контракт предполагает, в отличие от других его видов, и то, что поставка корпоративных ценных бумаг или иных объектов по нему не предусматривается, а возникающие обязательства регулируются контрагентами путем перечисления одной из сторон по сделке другой стороне вариационной маржи (т.е. разницы между фиксированной ценой, установленной в РФК, и реальной ценой объекта сделки на организованном рынке). Из этого следует, что РФК порождает обязательство продавца продать указанное в нем количество акций и соответствующее ему обязательство покупателя купить их по фиксированной (форвардной) цене на определенную дату.

В случае отклонения реальной цены, например акций, от зафиксированной в договоре одна сторона обязуется выплатить другой стороне разницу (вариационную маржу) между форвардным значением цены акций и ее реальной ценой, сложившейся в РТС на определенный момент времени. Следовательно, при превышении реальной цены акций, сформировавшейся в РТС, над ценой акций, зафиксированной в договорах, сумма вариационной маржи перечисляется продавцом, а при превышении зафиксированной в договорах цены акций над сформировавшейся в РТС - сумму вариационной маржи перечисляет покупатель.

Пари представляет собой сделку, в рамках которой между сторонами существует спор о том, имеет ли место определенное событие. Как явствует из анализа отношений сторон, между истцом и ответчиком не только нет спора о цене корпоративных ценных бумаг или иных объектов, но и наоборот, она по обоюдному согласию прямо зафиксирована в условиях расчетного форвардного контракта. В пари спорное обстоятельство является условием возникновения обязательств сторон, следовательно, пари - всегда условная сделка (сделка, совершаемая под отлагательным условием), в то время как форвардный контракт вообще и расчетный форвардный контракт в частности представляют собой срочную, а не условную сделку. Надо отметить, что в практике Третейского суда при Межбанковском финансовом доме расчетный форвард действительно ни в одном из решений не признается условной сделкой.

При заключении условной сделки стороны не знают, наступит ли соответствующее обстоятельство, а потому исключается участие сторон в наступлении или ненаступлении данного события. В расчетном форвардном контракте вообще отсутствует спорное событие, поскольку сторонам заранее известно (и об этом между ними достигнуто соглашение), что торги состоятся на организованном рынке в точно определенный день. В этом и состоит принципиальное отличие условия в условной сделке от срока в срочной сделке.

Ссылка на то, что ни одна из сторон не может воздействовать на определение реального значения цены акций на торгах, а может только констатировать факт, свидетельствует лишь о наличии в отношении сторон предпринимательского риска, который неизбежно сопровождает любую предпринимательскую деятельность (абз. 3 п. 1 ст. 2 ГК РФ). Следует подчеркнуть, что речь идет именно об обычном предпринимательском риске, поскольку стороны, будучи профессиональными участниками рынка ценных бумаг или валютного рынка, имеют возможность и средства с большой степенью точности прогнозировать реальную цену бумаг или валюты на торгах РТС либо ММВБ.

Исходя из сказанного, можно сделать вывод о том, что основания, позволяющие квалифицировать отношения сторон по РФК как пари, отсутствуют; следовательно, ст. 1062 ГК РФ к рассматриваемым отношениям неприменима.

Как следует из подавляющего большинства дел Третейского суда, расчетный форвардный контракт по своей сути является двусторонней сделкой, гражданско-правовым договором, отвечающим основным принципам гражданского права (юридического равенства сторон, запрета злоупотребления правом и иного ненадлежащего осуществления гражданских прав, всемерной охраны гражданских прав и др.). Являясь также предпринимательским договором, РФК в полной мере отражает признаки и особенности этой деятельности, закрепленные в законе (ст. 2 ГК РФ), с точки зрения особенностей предпринимательского риска. Отказ в защите права истца следует рассматривать как нарушение основополагающих принципов гражданского права (ст. 310 ГК РФ) и действующих норм Конституции РФ.

Определение правовой природы расчетного форвардного контракта, которого придерживается Третейский суд, дается в письме ЦБ РФ от 23 декабря 1996 г. N 382\*(91). РФК рассматривается ЦБ РФ как конверсионная операция, представляющая собой комбинацию двух сделок: валютного форвардного контракта и обязательства по проведению встречной сделки на дату исполнения форвардного контракта по текущему валютному курсу. Это служит несомненным доказательством прямой регламентации таких отношений, а также признанием их положительной социально-экономической значимости со стороны государства. В указанном письме ЦБ РФ подчеркивается, что с точки зрения практической реализации расчетный форвард представляет собой форвардный контракт без поставки базового актива, поэтому независимо от характера базового актива (иностранная валюта, цена акций определенного эмитента в РТС) его поставка по таким контрактам принципиально не производится, однако ничего противозаконного в этом нет, и это вовсе не свидетельствует о заключении сторонами пари.

При подобном подходе к рассмотрению дел в ряде третейских судов существует возможность получения правовой защиты расчетного форвардного контракта в судебном порядке. Однако необходимо помнить, что принудительное исполнение в данном случае весьма маловероятно, так как суд, в который может обратиться одна из сторон контракта за исполнительным листом, с большой долей вероятности откажет в его выдаче по уже указанным причинам. Дело в том, что согласно российскому процессуальному праву даже если такой третейский суд и вынесет решение в пользу кредитора по расчетному форварду, принудительное приведение в исполнение такого решения может быть осуществлено только путем обращения за исполнительным листом в компетентный суд.

Между тем если при рассмотрении заявления о выдаче исполнительного листа будет установлено, что решение третейского суда не соответствует российскому законодательству, суд будет обязан вернуть дело на новое рассмотрение в тот же самый третейский суд. Соответственно, для должника не составит труда, опираясь на практику некоторых арбитражных судов, доказать, что решение такого третейского суда об удовлетворении иска кредитора по расчетному форварду не соответствует российскому законодательству.

Учитывая позицию Конституционного Суда РФ, целесообразным представляется выделение тех критериев, по которым государственный суд мог бы квалифицировать договор расчетного форварда в каждом конкретном случае либо как пари, либо как полноценную гражданско-правовую сделку, подлежащую судебной защите.

Первым и наиболее очевидным критерием представляется базисный актив. Довольно часто в качестве мотивации отказа в защите обязательств, вытекающих из той или иной срочной сделки, суды ссылались на факт отсутствия физической поставки предмета сделки. Но такой аргумент суда не выдерживает никакой критики как с практической, так и с юридической точки зрения. После заключения расчетного форвардного контракта каждый хозяйствующий субъект отражает в балансе свои обязательства по отношению к контрагенту по данному договору. Таким образом, его обязанность по поставке предмета сделки трансформируется в балансовое обязательство, с которого хозяйствующий субъект платит соответствующие налоги. Кроме того, в случае, если таким хозяйствующим субъектом является, например, банк, то соответствующая бухгалтерская проводка меняет валютную позицию банка.

Так, банк может купить ряд контрактов и тем самым открыть свою валютную позицию или, напротив, продать часть контрактов и закрыть позицию. При наступлении срока расчетов хозяйствующие субъекты аналогичным образом отражают в своих балансах проведенные операции, в том числе и по указанным обязательствам. При проведении всех этих бухгалтерских операций, как было отмечено, фирма уплачивает установленные налоги. Представляется интересным, что государство, не предоставив валютным форвардам судебной защиты, достаточно детально регламентировало их налогообложение (ранее письма Госналогслужбы РФ от 27 марта 1996 г. N НП-4-05/26н\*(92) и от 30 мая 1996 г. N ВГ-4-05/46н\*(93), теперь - гл. 25 Налогового кодекса РФ). Таким образом, аргумент суда об отсутствии поставки базисного актива как основания отнесения расчетного форварда к пари представляется достаточно необоснованным. Кроме того, по аналогичным основаниям можно отказать в судебной защите и расчетным фьючерсным контрактам.

Вторым критерием отнесения или неотнесения беспоставочного форварда к договорам пари является наличие или отсутствие хозяйственной цели у сторон контракта. В принципе, такой критерий является единственно верным с позиции определения сущности заключенного договора. Однако представляется крайне проблематичным доказывание факта наличия или отсутствия подобной цели.

Кроме того, возникает вопрос о том, может ли заключать пари хозяйствующий субъект, и если да, то по формальным признакам этот договор будет отличаться от других контрактов. Как уже отмечалось, игры и пари не подлежат судебной защите, так как таким образом законодатель оберегает морально-нравственную сторону субъекта, участвующего в них. Весьма спорным представляется тезис о необходимости оберегать моральный облик хозяйствующего субъекта, основной законодательно закрепленной целью деятельности которого является извлечение прибыли. Если же брать этот критерий за основу, то необходимо строго формализовать те признаки, которые свидетельствуют о наличии у субъекта хозяйственной цели. Иначе снова возникает излишняя свобода для судебного усмотрения.

Таким образом, можно выделить ряд положений, на которые могли бы ориентироваться суды при оценке существа заключенного договора.

1. Субъектный состав. Если договор заключен банками или иными кредитными организациями, вероятность хеджирования достаточно высока.

2. Объект. Косвенным подтверждением факта хеджирования можно считать сделку по продаже или валюты, или ценных бумаг с обязательством последующего выкупа.

3. Факт отражения существующего основного и встречного обязательств в бухгалтерском балансе хозяйствующих субъектов - сторон контракта. При наличии такого факта можно утверждать, что была проведена и должным образом оформлена хозяйственная операция.

4. Проведение анализа деятельности хозяйствующих субъектов - сторон контракта: насколько часто заключает данный субъект аналогичные контракты, существует ли в его деятельности повышенная степень риска, как структурные подразделения рассчитывают риски организации, на чем они основываются в своих расчетах и т.д.

### **§ 3. Практические пути решения проблемы с помощью механизмов международного частного права ("обход закона")**

Рассмотрим теперь возможность получения судебной защиты с учетом возможностей международного частного права. Следует, правда, отметить, что воспользоваться ими в России можно далеко не во всех правоотношениях, связанных с расчетными форвардами, а только в тех, в которых участвуют субъекты, связанные с иностранным правом (в частности, иностранные банки или российские банки с участием иностранного капитала).

Далее под расчетным форвардом будет пониматься комбинация двух обязательств - обязательства первого лица по отношению ко второму лицу купить/продать иностранную валюту за рубли в определенную дату в будущем (с зафиксированными сторонами на момент установления такого обязательства курсом иностранной валюты к рублю) и обязательства второго лица по отношению к первому лицу продать/купить ту же сумму иностранной валюты за рубли на дату исполнения первого обязательства, но уже по курсу, который не определен сторонами заранее, а который будет существовать на такую дату объективно, помимо желания сторон (будет, например, зафиксирован на валютной бирже).

При этом особенностью такого расчетного форварда является то, что реальное проведение валютнообменных операций для исполнения каждого из обязательств сторонами не предполагается изначально, но взамен этого стороны договариваются о том, что одна уплатит другой в рублях исключительно ту сумму, которая представляет собой разницу между стоимостью в рублях суммы иностранной валюты по первому обязательству (по курсу, зафиксированному сторонами изначально) и стоимостью в рублях суммы иностранной валюты по второму обязательству (по курсу, который будет существовать на определенную дату в будущем объективно)\*<sup>(94)</sup>.

Если обратиться к международному частному праву России, то в нем можно обнаружить некоторые институты, позволяющие во многом нейтрализовать отрицательный подход к расчетным форвардам как к сделкам либо незаконным, либо не пользующимся судебной защитой.

Первый из таких институтов, ярко представленный в современном международном частном праве России, - институт неограниченной "автономии воли", сущность которого состоит в том, что стороны договора вправе обусловить применение права не российского, а иностранного, причем любого государства, даже не связанного с договором. Если стороны в расчетном форварде изначально подчинят свои отношения регулированию иностранного права какого-либо государства, в котором расчетные форварды рассматриваются как полностью законные и подлежащие судебной защите, то в случае спора у суда не будет оснований применять российское право и квалифицировать расчетный форвард как пари: в соответствии с волеизъявлением сторон, основанным на закрепленном в части третьей ГК РФ институте неограниченной "автономии воли". Согласно п. 5 ст. 11 АПК РФ\*<sup>(95)</sup>, суд будет обязан применить иностранное право, указанное сторонами, и защитить требования кредитора. Однако данное положение должно применяться с рядом оговорок.

Во-первых, представляется, что институт неограниченной "автономии воли" может использоваться сторонами правоотношения только в следующих случаях:

- 1) если расчетный форвард является внешнеэкономической сделкой;

2) если расчетный форвард не является внешнеэкономической сделкой, но в нем участвует субъект иностранного права или субъект российского права с иностранными инвестициями.

Что касается расчетного форварда как внешнеэкономической сделки, то возможность выбора сторонами иностранного права будет основываться в таком случае на норме ст. 1210 ГК РФ, в соответствии с которой права и обязанности сторон по внешнеэкономическим сделкам определяются по праву страны, избранному сторонами при совершении сделки или в силу последующего соглашения. И хотя в российском праве нет определения понятия "внешнеэкономическая сделка", для установления его содержания в основу может быть положен подход, выраженный в Постановлении Президиума ВАС РФ N 3846/97 от 23 июня 1998 г.\*[\(96\)](#), согласно которому сделка относится к внешнеэкономической, если она отвечает требованиям, предъявляемым к сделкам такого рода Конвенцией ООН о договорах международной купли-продажи товаров 1980 г. (действующей и для России). Между тем в ст. 1 этой Конвенции используется критерий местонахождения коммерческих предприятий сторон в различных государствах. Соответственно, и в рассматриваемом случае с расчетным форвардом коммерческие предприятия его сторон должны находиться в различных государствах: в таком случае расчетный форвард будет признан внешнеэкономической сделкой и у сторон по нему будет возможность воспользоваться правилом о неограниченной "автономии воли".

Что же касается ситуации, когда расчетный форвард не является внешнеэкономической сделкой, но в нем участвует субъект иностранного права или субъект российского права с иностранными инвестициями, то возможность выбора сторонами иностранного права основывается на норме о том, что права и обязанности сторон по сделке определяются по праву места ее совершения, если иное не установлено соглашением сторон.

Во-вторых, следует учитывать проблему, порождаемую таким очень сложным институтом международного частного права, как "конфликт квалификаций". Дело в том, что нормы ГК РФ о возможности выбора сторонами сделки иностранного права могут быть применены только в том случае, если расчетный форвард рассматривать именно как сделку. Между тем российский правоприменительный орган, исходя из толкования понятия "сделка" по российскому праву, может решить, что понятие "сделка", содержащееся в ГК РФ, на расчетный форвард не распространяется (поскольку, например, является другим правовым институтом), и, соответственно, может отказаться применять правило о неограниченной "автономии воли" сторон. Однако представляется, что вероятность такого развития событий крайне мала: расчетный форвард не может не являться сделкой, даже если считать его пари. В частности, следует отметить, что очень часто в комментариях к ГК РФ понятие "пари" рассматривается именно через призму понятия "сделка".

В-третьих, необходимо учитывать и проблему установления содержания иностранного права: правоприменительный орган может применить иностранное право, только если ему точно известно его содержание. Между тем установить такое содержание в условиях современной России и убедить судью в его точности может быть очень нелегко.

В-четвертых, следует исходить из опасности того, что выбор сторонами для регулирования их отношений иностранного права может быть объявлен "обходом" российского права. Проблема "обхода закона" в международном частном праве является очень сложной и требует специального рассмотрения\*[\(97\)](#). Однако можно кратко сказать, что в условиях допущения российским правом принципа неограниченной "автономии воли" говорить о том, что при помощи этого самого института российское право может быть обойдено, - абсурдно.

Существует и второй вполне реальный способ нейтрализовать те негативные для кредиторов по расчетным форвардам последствия, которые вытекают из неоднозначного статуса этого института в российском праве. Речь идет об использовании кредитором обращения не в российский суд и не в третейский суд на территории России, разрешающий споры между участниками внутрироссийского правового оборота, а в международный коммерческий арбитраж (третейский суд, разрешающий споры в сфере международного торгового оборота).

В настоящее время в России действует закон 1993 г. "О международном коммерческом арбитраже"\*[\(98\)](#), основанный на типовом законе ЮНСИТРАЛ, которым процедура разрешения споров международным коммерческим арбитражем и принудительного исполнения его решений в России регламентирована весьма подробно. Согласно этому закону, под международным коммерческим арбитражем понимается как третейский суд ad hoc, так и постоянно действующий третейский суд (например, Международный коммерческий арбитражный суд при Торгово-промышленной палате России), причем как в России, так и за рубежом.

Однако при этом опять-таки очень важно сделать следующую существенную оговорку: согласно п. 2 ст. 1 Закона "О международном коммерческом арбитраже", в международный коммерческий арбитраж спор может передаваться только с согласия всех участвующих в нем сторон и, кроме того, спор должен быть: а) спором из договорных и других гражданско-правовых отношений, возникающих при осуществлении внешнеторговых и иных видов международных экономических связей, если коммерческое предприятие хотя бы одной из сторон находится за границей; б) спором предприятий с иностранными инвестициями и международных объединений и организаций, созданных на территории РФ, между собой, спором между их участниками, а равно их спором с другими субъектами права России.

Следует отметить, что в российском законодательстве правовое положение международного коммерческого арбитража характеризуется тремя важными особенностями.

Во-первых, арбитры имеют право применять для разрешения спора то право, которые выберут стороны спора. В том случае, если стороны такой выбор права не осуществили, применимое право определяется арбитрами по собственному усмотрению без каких-либо ограничений. Тем самым появляется возможность избежать применения к спору российского права, в котором статус расчетных форвардов является на сегодняшний день спорным. Несложно также заметить, что в данном случае имеется пересечение с тем первым способом, который был указан выше.

Во-вторых, решение международного коммерческого арбитража может быть отменено, только если арбитраж имел место на территории России. В том случае, если он состоялся за пределами России, его решение не может быть отменено в России, но зато может быть отказано в приведении принятого решения в исполнение. При этом и основания для отмены, и основания для отказа в приведении в исполнение совпадают.

В-третьих, решения международного коммерческого арбитража, в отличие от решений российских третейских судов, разрешающих споры только между участниками внутрироссийского правового оборота, не подлежат проверке по существу. Согласно ст. 34 и 36 Закона "О международном коммерческом арбитраже", отмена решения международного коммерческого арбитража или отказ в приведении такого решения в исполнение может иметь место только в строго определенных случаях. Такие основания носят исчерпывающий характер и ни в коем случае не подлежат расширительному толкованию.

Выработанная практика судов общей юрисдикции, занимающихся решением вопросов о допущении приведения в исполнение решений международного коммерческого арбитража, свидетельствует о том, что они исходят именно из такого подхода и не рассматривают в качестве возражений против решения международного коммерческого арбитража ссылки на то, что при вынесении такого решения было применено не то национальное право, что какое-либо материальное право было применено неправильно или что спор был неправильно разрешен по существу.

Соответственно, при правильно проведенной процедуре международного коммерческого арбитража (учитывая, что спор в отношении расчетных форвардов вполне может быть рассмотрен международным коммерческим арбитражем как третейским судом, поскольку не подпадает под исключительную юрисдикцию российских государственных судов) единственным способом для должника по расчетному форварду отменить решение международного коммерческого арбитража или добиться отказа в приведении его в исполнение в России может являться только ссылка на то, что такое решение противоречит публичному порядку России. Не вдаваясь в подробное рассмотрение крайне сложного и запутанного вопроса о публичном порядке\*(99), представляется весьма вероятным, что приведение в исполнение решения международного коммерческого арбитража, удовлетворяющего требования кредитора по расчетному форварду, не приведет к противоречию публичному порядку России или его нарушению. В обоснование этого можно привести, в частности, следующие соображения.

Публичный порядок, согласно принятым в международном частном праве подходам, следует упрощенно определить так: "устой, основы нравственности и правопорядка", поэтому нарушение публичного порядка может иметь место только в том случае, если присутствует именно нарушение основ нравственности или нарушение основ правопорядка. Можно утверждать, что когда упоминается нарушение основ правопорядка (нарушение публичного порядка), то речь должна прежде всего идти о нарушении конкретных норм, воплощающих или защищающих такие основы, и только затем о нарушении неких общих основополагающих принципов жизнедеятельности общества, которые не выражены в конкретных нормах.

Между тем в случае с расчетными форвардами, даже если их квалифицировать как пари, никакого нарушения действующих конкретных норм российского права не происходит: российское право не запрещает использование расчетных форвардов, а лишь лишает судебной защиты требования, основанные на расчетных форвардах. Причем лишает, по общему правилу, такой защиты не одну, а все стороны. Более того, есть все основания утверждать, что даже если расчетный форвард квалифицировать как пари, то он будет являться ничем иным, как натуральным обязательством, ввиду чего, в соответствии со ст. 1109 ГК РФ, по российскому законодательству в случае добровольной уплаты должником по расчетному форварду суммы своей задолженности последний лишается права истребовать уплаченное от кредитора.

Таким образом, расчетные форварды российское право не запрещает, а просто относится к ним индифферентно: не может нарушать публичный порядок то, что не нарушает конкретные нормы, ввиду того что их нет. Иными словами, не может нарушать публичный порядок то, к чему право относится равнодушно.

Равным образом никак нельзя утверждать, что принудительное исполнение расчетного форварда, при квалификации его как пари, будет нарушать некие общие основополагающие принципы жизнедеятельности российского общества, в конкретных нормах не выраженные.

Что же касается возможности нарушения основ нравственности в случае с расчетными форвардами, даже если их квалифицировать как пари, то ни о каком подобном нарушении говорить

невозможно хотя бы потому, что нарушение основ нравственности при пари возможно, только если им преследуется аморальная цель либо если в нем существовал, например, обман одной стороной другой (либо угроза, насилие или злонамеренное соглашение в отношении одной из сторон). Однако извлечение прибыли в рыночной экономике аморальным быть не может, равно как нельзя говорить и об обмане (либо угрозе, насилие или злонамеренном соглашении в отношении одной из сторон): должником по расчетному форварду является никто иной, как предприниматель, причем, как правило, профессиональный участник соответствующего рынка, который очень хорошо знал о том, на что он шел при заключении расчетного форварда.

Исполнение расчетных форвардов и исполнение решений международного коммерческого арбитража против должника по расчетному форварду, даже если последний и рассматривать как пари, не может нарушать публичный порядок России.

Кроме того, следует учитывать, что решение международного коммерческого арбитража может быть вынесено по такому спору или между такими сторонами, на которые распространяются международные соглашения России. Между тем в ряде подобных международных соглашений может устанавливаться упрощенный порядок исполнения решений международного коммерческого арбитража в России или может устанавливаться еще более узкий перечень оснований для отказа в приведении их в исполнение.

Таким образом, использование для разрешения споров из расчетных форвардов такого весьма специфического института, как международный коммерческий арбитраж, вполне может являться средством решения тех проблем, которые возникают ввиду неоднозначности правового статуса расчетных форвардов в российском праве.

И в заключение можно отметить еще один неординарный способ решения проблемы принудительного исполнения расчетных форвардов. Как уже говорилось, отрицательное отношение к ним сложилось в практике судов. Между тем внимательный анализ российского права показывает, что в России существует еще одна система судов, согласно ныне действующему законодательству обладающих компетенцией рассматривать коммерческие споры: система судов общей юрисдикции. Такая конкурирующая юрисдикция между государственными арбитражными судами и судами общей юрисдикции существует только в отношении коммерческих споров с участием иностранных лиц, тогда как в отношении коммерческих споров с участием субъектов российского права правомочия двух судебных систем разграничены и практически не пересекаются. Следует также отметить, что Постановление Пленума Верховного Суда РФ и Пленума Высшего арбитражного суда РФ от 18 августа 1992 г. N 12/12 "О некоторых вопросах подведомственности дел судам и арбитражным судам"<sup>(100)</sup> до сих пор действует в неизменном виде, а согласно ему суды общей юрисдикции имеют право рассматривать коммерческие споры с участием иностранных лиц.

Само собой разумеется, что подобное положение дел является не совсем удовлетворительным.

До тех пор, пока компетенция в указанной сфере между двумя судебными системами не будет тем или иным образом разграничена, иностранные лица имеют право обращаться для разрешения споров в том числе и в суды общей юрисдикции.

Соответственно, не исключены ситуации (хотя это и маловероятно, принимая во внимание специфику работы судов общей юрисдикции), в которых российские суды общей юрисдикции не будут высказывать отрицательного отношения к расчетным форвардам с участием иностранного лица и будут удовлетворять основанные на таких форвардах требования.

## Глава 3. Попытки законодательного регулирования института расчетного форварда

### **§ 1. Расчетный форвардный контракт в современном зарубежном законодательстве**

Во Франции закон от 28 марта 1885 г. окончательно легализовал все срочные сделки купли-продажи товаров и ценных бумаг, включая государственные. В 1898 г. Кассационный суд даже запретил участникам срочных сделок ссылаться в своих возражениях на то, что эти сделки якобы прикрывают сделки на разницу; судам же, в свою очередь, было запрещено устанавливать действительные намерения сторон. Закон от 28 марта 1885 г. трижды менялся до замены его законом от 2 июля 1996 г. Сначала, в 1885 г., были признаны законными срочные сделки по процентным ставкам; потом, в 1991 г., были узаконены срочные сделки по индексам и валюте; и наконец, 31 декабря 1993 г. из текста закона была устранена ссылка на поставку.

В настоящее время во Франции действует закон от 2 июля 1996 г. "О модернизации финансовой деятельности", предоставляющий защиту требованиям, возникающим из расчетных форвардных договоров, если по меньшей мере одна из сторон договора является производителем инвестиционных услуг, финансовым учреждением или нерезидентом, имеющим сходный статус.

Область применения данного закона связана с концепцией инвестиционно-финансовой компании. Такая компания осуществляет коммерческую деятельность в пользу третьих лиц принимает, передает и выполняет заказы, ведет операции по купле-продаже от своего имени и за свой счет, осуществляет управление портфелями ценных бумаг и вложения в ценные бумаги, когда в этих видах деятельности используются следующие финансовые инструменты:

- ценные бумаги;
- долевые части паевых инвестиционных фондов;
- инструменты денежного рынка, срочные контракты;
- форвардные контракты по процентным ставкам, контракты по свопам и опционам.

Эти виды услуг называются инвестиционными услугами.

Закон определяет, что любая сделка, совершенная на территории Франции по какому-либо финансовому инструменту, принятому в качестве такового на регулируемом рынке, может быть заключена только официально признанным участником этого рынка. Несоблюдение этого правила влечет аннулирование самой сделки. Закон предусматривает ряд исключений из этого правила.

Что касается форвардных сделок, то под срочными финансовыми инструментами в данном законе (ст. 3) понимаются:

- форвардные контракты по всем видам финансовых инструментов, биржевым индексам, ценным бумагам, валютам, включая и инструменты, влекущие за собой оплату наличными;
- форвардные контракты по процентным ставкам;
- форвардные контракты в области валютного дилинга;
- форвардные контракты по всем видам товаров и продуктов питания;
- опционные контракты по покупке и продаже производных финансовых и любых других инструментов срочного рынка.

При возникновении спора между сторонами и невыполнении обязательств одной из сторон по условиям форвардного контракта (ст. 46, п. 1 Закона) сторона несет ответственность за несоблюдение и не может, ссылаясь на ст. 1965 Гражданского кодекса, уклониться от ответственности, даже если этот контракт сводится к выплате простой разницы.

Согласно ст. 1965 ГК Франции, закон не предоставляет никакого иска о взыскании долга, возникшего из пари, или о платеже пари. Со времени вступления в силу закона 28 марта 1885 г. законными являются все срочные сделки с ценными бумагами, хотя бы результатом такой сделки была только уплата разницы в биржевом курсе ценной бумаги\*(101). В отношении сделок с другими активами, перечисленными в законе о модернизации финансовой деятельности, судебная практика по вопросу о возможности предоставления судебной защиты до принятия этого закона была неустойчивой.

В Великобритании суды, отказывая на протяжении более ста лет в защите требований, возникших из расчетных форвардов, пытались тем не менее сформулировать конкретные условия, при которых сделки на разницу все-таки подлежали бы защите в судах. Однако только в 1986 г. был принят закон о финансовых услугах, предоставляющий сделкам на разницу судебную защиту при условии, что обе или хотя бы одна из сторон совершает эту сделку в качестве предпринимателя с целью "обеспечения дохода или избежания потерь". В известном деле "City Index Ltd. v. Leslie" (1991 г.) судья лорд Дональдсон особо подчеркнул, что термин "обеспечение дохода" следует понимать не как защиту дохода, приобретаемого по какому-либо другому договору путем его хеджирования (страхования), а просто как обычное получение дохода. Судья Маккоуан в этом же деле указал, что "обеспечение дохода"

в смысле закона 1986 г. о финансовых услугах - это не более чем простое получение дохода любой из сторон. Собственно говоря, предпринимательская деятельность вообще заключается в получении дохода, и ни в чем более (см., например, п. 1 ст. 2 ГК РФ); поэтому очевидно, что с точки зрения предпринимательской деятельности различные законные способы получения или сохранения дохода ничем друг от друга не отличаются. Следовательно, у законодателя нет и не может быть необходимости ставить правовую защиту предпринимательских договоров в зависимость от того или иного законного способа получения предпринимателем своего дохода.

Интересно, что Палата лордов в 1991 г. пришла к выводу, что муниципальные образования не могут заключать расчетные форвардные договоры, поскольку распоряжаются общественными средствами, и поэтому не должны брать на себя повышенные риски.

В Германии закон о фондовых биржах 1896 г. был дополнен в 1994 г. и теперь предоставляет судебную защиту срочным сделкам с ценными бумагами, включая сделки на разницу, если эти сделки заключаются предпринимателями под контролем биржевого комитета. Если же предпринимателем является только одна сторона сделки, то сделка защищается законом. В этом случае предприниматель подчинен специальному банковскому или биржевому контролю и, кроме того, обязан заранее письменно предупредить другую сторону, не являющуюся предпринимателем, об особых рисках, связанных с форвардными сделками.

Важный пример правового регулирования игр и пари дает Германское гражданское уложение (ГГУ)\*[\(102\)](#). В § 762 гл. 17 "Игра. Пари" ГГУ говорится: "Из игры или пари обязательство не возникает. Исполненное на основании игры или пари не может быть истребовано обратно, так как обязательство отсутствовало. Данные правила распространяются и на соглашение, по которому сторона, проигравшая игру или пари, с целью уплаты долга примет на себя обязательство в отношении выигравшей стороны, в частности совершит признание долга".

Следовательно, ГГУ, принятое более 100 лет назад, как и новый ГК РФ, в целом отрицательно относится к играм и пари. Вместе с тем в § 764 "Сделка на разницу" устанавливается, что если договор, предметом которого является поставка товара или передача ценных бумаг, заключается с тем, чтобы разница между согласованной ценой и биржевой или рыночной ценой в момент поставки была выплачена проигравшей стороной выигравшей стороне, то такой договор рассматривается как игра. Это правило применяется также в случае, если намерение уплаты разницы существовало только у одной стороны, однако другая сторона знала или должна была знать о таком намерении. Указанный параграф представляет собой специальную норму, которая квалифицирует сделки на разность как разновидность игры.

Как видим, европейский законодатель обуславливает защиту требований, возникающих из расчетных форвардов, специальным статусом их участников: во-первых, предполагающим их профессиональную подготовленность к заключению такого рода сделок, во-вторых, исключающим возможное нанесение ущерба публичным интересам и, в-третьих, обеспечивающим особый контроль за их деятельностью со стороны властей, а при наличии "слабой" стороны - еще и особые гарантии ее прав.

Это означает, что при решении вопроса о предоставлении судебной защиты расчетным форвардам, как и в случае предоставления судебной защиты некоторым видам игр и собственно пари, существенным для законодателя является не формально-догматическая и даже не общая социальная характеристика договора, а та роль, которую этот договор играет в конкретных обстоятельствах.

Стоит заметить, что предоставление судебной защиты РФК, пусть даже с таким количеством оговорок, является несомненно серьезным шагом на пути к упрощению хозяйственного оборота и развитию рыночных отношений. Поскольку европейский законодатель пошел по пути предоставления судебной защиты РФК, то, очевидно, была острая потребность решения этой насущной проблемы, требующей четкости по применению права. Представляется полезным для российского законодателя учесть опыт зарубежных коллег в рассматриваемой сфере.

## **§ 2. Институциональный анализ законопроектов**

В свете возникновения описанных проблем по правовой квалификации целого ряда сделок, заключаемых на срочном рынке, в научной литературе называется единственный путь их разрешения - законодательный. Практически все исследователи называют отсутствие законодательного регулирования производных финансовых деривативов основной, и вероятно, даже единственной причиной невозможности должной правовой квалификации этих институтов финансового рынка.

Однако, как уже было отмечено, существует два основных пути создания соответствующего законодательного регулирования. Первый из них - создание отдельного законодательного акта, посвященного исключительно производным финансовым деривативам; второй - внесение ряда поправок, касающихся определения правовой природы срочных сделок, в уже действующие акты.

Попытки реализации как первого, так и второго варианта решения проблемы уже были предприняты, однако до сегодняшнего дня ни один из представленных в Государственную Думу



Федерального Собрания РФ законопроектов не был вынесен Советом Государственной Думы даже на первое слушание.

Остановимся подробнее на указанных законопроектах и попытаемся представить их анализ с позиции разрешения стоящей проблемы и с учетом динамики срочного рынка: представим институциональный анализ данных проектов по нескольким критериям квалификации расчетного форвардного контракта.

Существующая нормативная правовая база срочного рынка характеризуется, в частности, отсутствием единой терминологии.

Закон РФ "О товарных биржах и биржевой торговле" оперирует понятиями "стандартные контракты", нормативные правовые акты ФКЦБ России - понятиями "срочные сделки". Иная терминология употребляется в Налоговом кодексе РФ ("финансовые инструменты срочных сделок"). При этом определения срочных сделок противоречат друг другу.

Учитывая, что юридические определения срочных сделок имеют принципиальное значение для установления юридических правоотношений в связи с их совершением, отсутствие четкой терминологической основы является существенным препятствием для формирования цивилизованного срочного рынка.

Следствием отсутствия в законодательстве РФ единой терминологии в области срочного рынка, а также юридически корректных определений самих срочных сделок, является позиция ВАС РФ и Верховного суда РФ. Она заключается в том, что срочные сделки, предусматривающие только денежные расчеты между сторонами, не подлежат судебной защите, поскольку являются разновидностью игровых сделок - сделок пари.

Таким образом, одной из основных причин стоящей перед законодателем проблемы является отсутствие единого понятийного аппарата в области регулирования срочных сделок. В частности, проблему с правовой квалификацией расчетного форварда решить было бы гораздо проще, если бы в законодательстве было четкое легальное определение этого института.

Остановимся на сравнительном анализе наиболее важных понятий срочного рынка, определения которых даются в рассматриваемых законопроектах.

## **2.1. Срочная сделка**

Законопроект N 147313-3 "О срочном рынке" определяет срочную сделку как соглашение сторон, определяющее их права и обязанности в отношении базисного актива в установленную дату в будущем (или в течение установленного периода в будущем), порядок и условия которых определяются правилами организатора торговли либо непосредственно соглашением сторон. К срочным сделкам законопроект относит фьючерсный контракт, опционный контракт, форвардный контракт и иные сделки, которые государственным органом по регулированию деятельности товарных бирж отнесены к срочным сделкам. Здесь необходимо отметить, что, во-первых, основная содержательная нагрузка определения смещена в сторону перечисления видов срочных сделок (что является не самым эффективным способом уточнения понятий), во-вторых, решение вопроса о квалификации той или иной сделки в качестве срочной полностью входит в компетенцию государственного органа по регулированию деятельности товарных бирж, что также представляется довольно спорным с точки зрения эффективности.

Проект N 340630-3 "О производных финансовых инструментах" определяет срочные сделки как заключение форвардных, фьючерсных и опционных контрактов. При этом форвардный, фьючерсный и опционный контракты исчерпывающе определяют понятие производного финансового инструмента.

В других законопроектах понятия срочной сделки как таковой нет, однако дается определение производному финансовому инструменту, представляющему собой несколько более узкую область такого рода сделок.

## **2.2. Производный финансовый инструмент**

Проект N 309366-3 "О производных финансовых инструментах" закрепляет, что производным финансовым инструментом признается договор, по которому возникновение и (или) размер по крайней мере одного денежного обязательства зависит от значения и (или) изменения цены, других показателей базового актива или значения показателя, прямо перечисленного в ст. 5 проекта. Вводится понятие стандартного контракта, которым признается производный финансовый инструмент, совершаемый на организованном рынке, характеризуемый наличием однородных, взаимозаменяемых при исполнении обязательств, заключаемых и прекращаемых в соответствии с правилами, установленными на данном организованном рынке. При этом производным финансовым инструментом не признаются вклады (депозиты) в кредитных организациях, договоры займа и кредитные договоры, сделки, регулируемые в соответствии с главой 48 ГК РФ, договоры о гарантиях, выдаваемых Российской Федерацией, ее

субъектами или муниципальными образованиями, а также договоры поручительства.

Однако п. 4 ст. 2 закрепляет положение о том, что если после заключения производного финансового инструмента принят закон, устанавливающий правила, обязательные для сторон, отличные от тех, которые действовали при заключении производного финансового инструмента, - то условия заключенного производного финансового инструмента сохраняют силу, кроме случаев, когда в законе установлено, что его действие распространяется на отношения, возникшие из ранее заключенных договоров.

Таким образом, данное положение фактически противоречит Конституции, в соответствии с которой обратной силой может обладать только закон, смягчающий либо устраняющий ответственность, а вовсе не тот, в котором просто закреплено такое положение.

В соответствии с положениями проекта N 340630-3 "О производных финансовых инструментах", как уже отмечалось, производный финансовый инструмент - это форвардный контракт, фьючерсный контракт и опционный контракт. Вопрос о том, как решает данная норма проблему правовой квалификации производных деривативов в случае появления на срочном рынке их нового вида, остается открытым. Так, например, из сферы действия проекта уже на этапе рассмотрения его в Государственной Думе выпадают сделки своп. При этом проект детально разрабатывает юридическую конструкцию каждого вида производного финансового инструмента, а также включает подробные требования к их спецификациям (ст. 7-9), правилам торговли (ст. 6) и т.д.

Проект N 309572-3 "О внесении изменений и дополнений в ГК РФ" (в части обеспечения правовой защиты гражданских прав, возникающих при использовании производных финансовых инструментов) квалифицирует производный финансовый инструмент как самостоятельный вид договора, конкретизирует требования к форме производного финансового инструмента, принимая во внимание возможность его совершения путем выдачи ценной бумаги (ценных бумаг). В законопроекте также определяются способы обеспечения исполнения обязательств по производному финансовому инструменту, принятые в международной практике для осуществления клиринговых расчетов.

В соответствии с ч. 1 ст. 1026.1 проекта производным финансовым инструментом признается договор, по которому возникновение и (или) размер по крайней мере одного денежного обязательства зависит от значения и (или) изменения цены, других показателей базового актива или иного показателя, установленного в соответствии с законом о производных финансовых инструментах. Из этого определения неизбежно вытекает необходимость принятия такого закона о производных финансовых инструментах. Следовательно, сам факт внесения в ГК РФ положения о производных деривативах является достаточно важным шагом на пути к преодолению сложившейся судебной практики. Однако он не является тем окончательным и четким решением накопившегося комплекса проблем, связанных с определением правовой природы расчетных инструментов, в котором сейчас нуждается данный сектор финансового рынка.

В целях отражения сложившейся международной банковской практики законопроектом предусматривается выделение следующих основных видов производных финансовых инструментов: расчетного форвардного договора, фьючерсного договора, опционного договора, свопа, договора об участии в кредитном риске.

В целом законопроект носит рамочный характер, допуская возможность развития регулирования рынка производных финансовых инструментов на уровне норм специального закона, а также для саморегулирования на уровне биржевых, банковских и иных правил, принимаемых участниками рынка производных финансовых инструментов.

Проект N 80586-3 "О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и о внесении дополнения в Федеральный закон "О некоммерческих организациях" (в части регистрации облигаций, регулирования эмиссии ценных бумаг и деятельности финансовых консультантов на рынке ценных бумаг) разводит два близких понятия - "финансовый инструмент" и "производный финансовый инструмент". Так, финансовыми инструментами рынка ценных бумаг признаются эмиссионные ценные бумаги, инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов и иные ценные бумаги и производные финансовые инструменты (финансовые инструменты срочных сделок) рынка ценных бумаг, определяемые, в свою очередь, как фьючерсные и форвардные контракты, опционы и свопы, исполнение обязательств по которым находится в зависимости от изменения цен ценных бумаг либо от изменения индексов, рассчитываемых на основании совокупности цен ценных бумаг (фондовых индексов), - в том числе фьючерсные и форвардные контракты, опционы и свопы, предусматривающие исключительно обязанность сторон уплачивать/уплатить денежные суммы в зависимости от изменения цен ценных бумаг либо изменения значения фондового индекса.

Таким образом, практически ни один из рассматриваемых проектов, вводя свой понятийный аппарат, не решает глобальную проблему трудности квалификации расчетных деривативов.

Можно предположить необходимость заключения в дефиниции ряд основополагающих признаков определяемого института либо выделения таких признаков в отдельную норму. В любом случае, определение понятия через перечисление составляющих его элементов является изначально порочным, так как в любой момент может появиться новый институт, не названный в норме, однако представляющий собой вид срочной сделки. В такой ситуации риск возвращения к непредоставлению

судебной защиты вновь образовавшемуся деривативу весьма велик.

Интересными представляются дефиниции и других основополагающих институтов срочного рынка.

### **2.3. Форвардный контракт**

Законопроект N 147313-3 "О срочном рынке" дает определение форварда как заключаемого без участия организатора торговли соглашения сторон, закрепляющего их права и обязанности в отношении базисного актива с обязательным условием его передачи в установленную дату в будущем. Единственным отличием фьючерсного контракта от форвардного, в соответствии с нормами данного проекта, является факт участия организатора торговли. Другими словами, под действие проекта не подпадают фьючерсные контракты, заключенные на внебиржевом рынке, и форвардные контракты, заключенные на бирже. Собственно, по приведенным в данной статье нормативным определениям это и составляет единственное отличие между форвардом и фьючерсом. Кроме того, самого главного определения расчетного форварда, который необходим для решения проблемы его правовой квалификации, в статье не приводится.

В соответствии с положениями проекта N 309366-3 "О производных финансовых инструментах" форвардный договор - это производный финансовый инструмент, по которому одна сторона (продавец) обязуется в определенный договором срок передать базовый актив другой стороне (покупателю) или исполнить альтернативное денежное обязательство, а покупатель безусловно обязуется принять и оплатить этот базовый актив и (или) по условиям которого у сторон возникают встречные денежные обязательства в размере, зависящем от значения показателя базового актива на момент исполнения обязательств, в порядке и в течение срока или в срок, установленный договором.

Довольно похожее определение вводит проект N 340630-3 "О производных финансовых инструментах". Форвардный контракт (форвард) - это договор купли-продажи базового актива, предусматривающий также право обеих сторон вместо передачи базового актива и уплаты цены уплатить разницу между определенной форвардным контрактом ценой (значением) базового актива и ценой (значением) этого базового актива на момент исполнения форвардного контракта (поставочный форвардный контракт); или договор об уплате разницы между определенной форвардным контрактом ценой (значением) базового актива и ценой (значением) этого базового актива на момент исполнения форвардного контракта (расчетный форвардный контракт). Именно в этом проекте впервые появляется попытка дать легальное определение института расчетного форварда.

Кроме того, этот же законопроект (п. 1 ст. 24) вносит в ст. 1062 ГК РФ изменения, которые исключают возможность отказа в судебной защите обязательствам по таким сделкам пари, сторонами которых являются юридические лица. Этот подход полностью соответствует российскому гражданскому законодательству, целью которого является дестимулировать участие в сделках пари граждан, и отвечает реальности экономических отношений, не позволяющей дать исчерпывающий перечень внебиржевых производных финансовых инструментов, которые могут отвечать экономическим интересам юридических лиц. Данный подход находит свое отражение и в положении проекта (ст. 3), не ограничивающем базовый актив форвардных контрактов.

Можно сделать вывод, что определения форвардного контракта представлены в данных проектах на значительно более высоком уровне. Надо отметить, что в проектах, вносящих изменения в уже действующие акты, определения форвардному контракту вовсе нет.

Также важным при квалификации судами срочных сделок в качестве гражданско-правовых договоров или пари является понятие базисного актива, суть которого вызывает меньше споров.

### **2.4. Базовый (базисный) актив**

Законопроект N 147313-3 "О срочном рынке" определяет базовый актив как иностранную валюту, ценные бумаги и иное имущество и имущественные права, процентные ставки, кредитные ресурсы, индексы цен или процентных ставок.

Несколько с других позиций определяет этот же институт проект N 309366-3 "О производных финансовых инструментах". Базовым активом производного финансового инструмента является один или несколько объектов гражданских прав, в том числе товары и имущественные права, вытекающие из договоров займа или из других производных финансовых инструментов. В отношении имущества, используемого в качестве базового актива, за исключением имущественных прав, должны выполняться следующие условия:

- 1) должна быть информация о наличии обращения данных объектов, достаточного для свободного ценообразования, а также об отсутствии ограничения оборота данных объектов и/или иного внешнего влияния на ценообразование, за исключением объектов, перечисленных в п. 3 настоящей статьи;

2) данное имущество должно характеризоваться родовыми признаками; данное имущество должно быть взаимозаменяемым;

3) к имущественным правам, используемым в качестве базового актива, относятся также права требования по денежным обязательствам или передаче регулируемого базового актива, которые могут возникнуть в будущем.

Условия прав требования к третьим лицам, используемых в качестве базового актива, в поставочных производных финансовых инструментах не должны ограничивать передачу таких прав требований.

Правительство РФ может устанавливать ограничения на использование в качестве базового актива прав требования по государственным долговым обязательствам и имущественных прав в отношении имущества, находящегося в государственной собственности.

К регулируемым базовым активам проект относит, в частности, иностранную валюту, драгоценные металлы, права требования (обязательства), вытекающие из кредитных договоров, эмиссионные ценные бумаги, товары и услуги, на которые установлены государственные тарифы.

При этом в проекте закреплено, что в качестве базового актива не могут выступать:

1) имущество, изъятое или ограниченное в обороте, за исключением регулируемых базовых активов, прямо перечисленных в п. 3 настоящей статьи;

2) работы;

3) услуги;

4) требования, основанные на административном или ином властном подчинении одной стороны другой, в том числе к налоговым и другим финансовым и административным отношениям;

5) нематериальные блага;

6) имущественные права на интеллектуальную собственность; информацию, составляющую коммерческую или служебную тайну; имущество, ограниченное в обороте, за исключением регулируемых базовых активов; имущество, находящееся в залоге; права требования кредиторов при ликвидации и банкротстве;

7) права, вытекающие из сделок пари и игр.

Последнее положение ставит ряд практически тех же проблем перед правоприменительной практикой, на решение которых и направлено создание подобного закона.

Проектом N 340630-3 "О производных финансовых инструментах" устанавливается, что базовый актив форвардных контрактов не ограничивается. При этом отдельно оговаривается, что базовым активом фьючерсных и опционных контрактов могут быть:

1. ценные бумаги, фондовые индексы, фьючерсные и опционные контракты в отношении ценных бумаг и фондовых индексов (производные финансовые инструменты рынка ценных бумаг);

2. иностранная валюта, курс иностранной валюты, фьючерсные и опционные контракты в отношении иностранной валюты, курса иностранной валюты (производные финансовые инструменты валютного рынка);

3. ставки по кредитам, фьючерсные и опционные контракты в отношении ставок по кредитам (производные финансовые инструменты финансового рынка);

4. товары, фьючерсные и опционные контракты в отношении товаров (производные финансовые инструменты товарного рынка).

Проект N 309572-3 "О внесении изменений и дополнений в ГК РФ" (в части обеспечения правовой защиты гражданских прав, возникающих при использовании производных финансовых инструментов) определяет базовый актив производного финансового инструмента как ценные бумаги, биржевые товары, отнесенные к таковым законом, рубль, иностранная валюта, существующие или будущие права требования по денежным обязательствам третьих лиц, любое сочетание указанных видов имущества или имущественных прав, другие объекты гражданских прав, признаваемые базовым активом в порядке и на условиях, установленных данным проектом.

Таким образом, понятие базисного актива определяется в рассматриваемых проектах более полно.

## ***2.5. Требования к заключению, изменению и расторжению контракта***

Законопроект N 147313-3 "О срочном рынке" содержит положение о том, что расчетный форвард может быть только поставочным; соответственно, никаких требований к расчетному форвардному контракту проект не содержит. Такое положение, закрепленное в ст. 22, практически исключает возможность решения самой главной из поставленных разработчиками задач - проблемы предоставления судебной защиты расчетным деривативам и унификации судебной практики по этому вопросу. Из нормы ч. 3 указанной статьи, закрепляющей, что форвардные контракты могут быть только поставочными, следует два вывода. Во-первых, расчетные форвардные контракты являются незаконными, т.е. они не только не подлежат судебной защите, но и признаются такими же противозаконными, как, например, договор на оказание киллерских услуг. Во-вторых, расчетный

(беспоставочный) фьючерс признается законным и подлежащим судебной защите контрактом. При этом мотивировка такого разделения расчетного форварда и расчетного фьючерса нигде ранее не приводилась, ни в научной литературе, ни в пояснительной записке к самому законопроекту.

Для срочных сделок, совершаемых с участием организатора торговли, вводится институт спецификации срочной сделки, определяемый как документ, содержащий существенные условия заключаемой на бирже срочной сделки, в том числе ее вид, базисный актив и его количество, порядок определения цены сделки, способ и сроки исполнения обязательств и реализации прав по ней. Данное определение практически адаптирует понятие договора к срочному рынку, при этом сам термин "договор" в проекте не употребляется. Кроме того, надо отметить, что формулировка ст. 23, вводящей требование о регистрации спецификации срочной сделки, еще более усиливает вопрос о критериях отличия институтов спецификации и обычного договора.

При этом устанавливается обязательная регистрация спецификации срочной сделки, которая проводится в уведомительном порядке. Также в проекте содержатся два условия совершения срочных сделок на биржевом рынке:

1. порядок их заключения и исполнения устанавливается организатором торговли, имеющим на это право в соответствии с законодательством РФ и законодательством иностранных государств;
2. информация о ценах срочных сделок публикуется в средствах массовой информации (в том числе электронных) или может быть предоставлена организатором торговли или иным уполномоченным лицом любому заинтересованному лицу в течение трех лет после совершения срочной сделки.

Однако данные требования скорее относятся к сфере регулирования деятельности на срочном рынке и не имеют прямой правовой связи с действительностью совершаемых сделок.

Для сделок, совершаемых без участия организатора торговли, существенными условиями признаются:

1. указание наименования и количества базисного актива;
2. указание цены базисного актива;
3. указание срока исполнения обязательства.

Кроме того, для заключения форвардного контракта проектом предусмотрено дополнительное условие. Стороны форвардного контракта обязаны уведомить соответствующий орган, устанавливающий условия совершения срочных сделок на внебиржевом рынке, о заключении ими форвардного контракта, если сумма сделки превышает 30 000 000 рублей. Такими органами являются:

- для сделок, базисным активом которых являются валютные ценности, - Центральный банк РФ;
- для сделок, базисным активом которых являются эмиссионные ценные бумаги и фондовые индексы, - федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг;
- для остальных сделок - государственный орган по регулированию деятельности товарных бирж.

Проект N 340630-3 "О производных финансовых инструментах" вводит понятие спецификации срочной сделки, значение которого аналогично традиционному заключению контракта в соответствии с нормами ГК РФ. Под срочной сделкой подразумевается заключение форвардного, фьючерсного или опционного контракта, однако требования к спецификации срочных сделок устанавливаются исключительно для фьючерсного и опционного контракта. Таким образом, форвардный контракт практически выпадает из сферы регулирования данного законопроекта.

Проект N 309366-3 "О производных финансовых инструментах" содержит целую главу, посвященную заключению, изменению и прекращению производных деривативов. Однако первая статья этой главы регулирует вопросы перемены лиц в обязательстве, а остальные - вопросы прекращения дериватива на различных основаниях. Собственно требований, соблюдение которых необходимо для заключения форвардного контракта, проект не содержит. В связи с этим можно предположить возникновение ряда проблем при вероятном последующем оспаривании действительности договора. В такой ситуации у суда будет только легальное определение форварда, и простор для усмотрения незначительно уменьшится по сравнению с нынешней ситуацией. Глава также содержит специальные положения, регулирующие обращение производных финансовых инструментов, связанных с кредитными договорами и договорами займа.

Надо отметить, что проект N 309572-3 "О внесении изменений и дополнений в ГК РФ" единственный закрепляет существенные условия производного финансового инструмента, которыми признаются: однозначное определение показателя, наименование базового актива (если таковой имеется), позволяющее однозначно определить такой актив, способ определения объема обязательств, а также способ и сроки исполнения обязательств. Кроме того, этот проект предусматривает специальные требования к форме производного финансового инструмента. Установлено, что в случаях и в порядке, прописанных законом или договором, права сторон по производному финансовому инструменту могут быть удостоверены ценной бумагой.

Других требований к заключению, изменению или прекращению форвардного контракта рассматриваемые законопроекты не содержат.

Из всего обозначенного можно сделать ряд выводов.

Во-первых, четкого, а главное, непротиворечащего действующему законодательству определения форвардного контракта и расчетного форварда, как его разновидности, дано не было. В

основном приведенные дефиниции сводятся или к перечислению видов срочных сделок, производных финансовых инструментов и т.д., или к выбору одного или двух признаков определяемого института, которые и закрепляются в дефиниции. При этом другие, столь же значительные для правовой квалификации признаки, или вовсе игнорируются, или выводятся в отдельную норму, как бы демонстрируя свое подчиненное положение относительно признаков, закрепленных в определении.

Во-вторых, далеко не все из рассматриваемых законопроектов решают проблему предоставления правовой защиты расчетным форвардам. Как было отмечено, проект "О срочном рынке" вообще содержит норму, выводящую расчетный форвард из законодательно закрепленного списка срочных сделок, тем самым подтверждая его отождествление с пари. В некоторых из проектов этот институт вовсе не упоминается, что ведет к аналогичному выводу.

## **2.6. Регулирование деятельности по организации торговли на срочном рынке**

Состояние срочного рынка в России характеризуется отсутствием четких, непротиворечивых нормативных требований к порядку осуществления деятельности на этом рынке. Необходимо на законодательном уровне решить вопрос об установлении единых требований к выполнению участниками срочного рынка различных видов деятельности: по организации торговли, клиринговой, посреднической (брокерской) деятельности. Следует отметить, что определенные попытки законодательного урегулирования проблем срочного рынка уже предпринимаются. Так, с целью создания цивилизованного режима налогообложения операций на срочном рынке в 25 главу части второй Налогового кодекса РФ были включены статьи, которые устанавливают особый режим налогообложения финансовых инструментов срочных сделок.

Инициатива в этом направлении исходила от Правительства РФ, которое предполагало осуществить комплекс законодательных мер, направленных на исправление правовой неопределенности в сфере регулирования срочного рынка. В частности, в Программе социально-экономического развития РФ на среднесрочную перспективу (2002-2004 гг.), утвержденной распоряжением Правительства РФ от 10 июля 2001 г. N 910-р, одним из приоритетов деятельности Правительства РФ признано оказание содействия формированию срочного рынка в России и предусмотрено внесение необходимых изменений по отмене правовых норм, позволяющих признавать срочные сделки сделками "пари", в ГК РФ.

Второй раздел законопроекта N 147313-3 "О срочном рынке" посвящен профессиональной деятельности на этом рынке и состоит из пяти глав, регулирующих вопросы осуществления брокерской, дилерской, клиринговой деятельности, деятельности по организации торговли на срочном рынке, а также возможности совмещения нескольких видов профессиональной деятельности и создания объединений профессиональных участников срочного рынка

Понятие профессиональной деятельности на срочном рынке вводится впервые по аналогии с Федеральным законом "О рынке ценных бумаг". В соответствии с проектом установлены следующие категории участников срочного рынка:

- лица, совершающие срочные сделки (брокеры или дилеры);
- организаторы торговли на срочном рынке (биржи);
- лица, осуществляющие клиринговую деятельность на срочном рынке (клиринговые организации).

Однако надо отметить, что раздел второй проекта практически дублирует положения Федерального закона "О рынке ценных бумаг".

Ряд норм проекта закрепляет положения, регламентирующие содержание договора между брокерами и их клиентами и гарантирующие права клиентов. Также в целях снижения рисков, связанных с расчетами по совершенным сделкам, установлена необходимость расчетно-клирингового обслуживания фьючерсной и опционной биржевой торговли и гарантий исполнения обязательств участниками биржевой торговли. Впервые в российском законодательстве на уровне Федерального закона осуществлена попытка дать определение понятия "манипулирование ценами", введен запрет на его осуществление и сформулированы основные положения, касающиеся установления фактов манипулирования на срочном рынке.

Раздел четвертый посвящен регулированию срочного рынка и включает в себя две **главы**, касающиеся вопросов осуществления государственного регулирования и мер по предотвращению манипулирования ценами.

Также проект был призван существенно ограничить возможность возникновения межведомственных противоречий, устанавливая единые требования к порядку осуществления деятельности на срочном рынке. Кроме того, предполагалось законодательно разграничить компетенцию государственных органов по регулированию срочного рынка. Законопроект вводит понятие "государственный орган по регулированию деятельности товарных бирж" и устанавливает спектр его полномочий, которые распространяются на весь срочный рынок, независимо от базисного актива сделок.

В то же время учитывается, что срочный рынок связан с рынком валютных ценностей

(иностранной валюты) и рынком ценных бумаг и оказывает на них влияние. С этой целью законопроект устанавливает случаи, когда регулирование и контроль на срочном рынке государственный орган по регулированию деятельности товарных бирж осуществляет совместно с Банком России или федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг. В соответствии с нормами проекта на Правительство РФ возлагается координирующая функция деятельности государственного органа по регулированию деятельности товарных бирж, ЦБ РФ и федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг при разработке и утверждении единых требований к осуществлению профессиональной деятельности на срочном рынке.

Третьей главой проекта N 309366-3 "О производных финансовых инструментах" предусматривалось определение правовых основ деятельности участников рынка производных финансовых инструментов и организации функционирования данного рынка.

Законопроектом классифицируются типы пользователей рынка производных финансовых инструментов. В частности, проект Федерального закона впервые вводит разделение участников рынка производных финансовых инструментов на квалифицированных и неквалифицированных пользователей.

Специально регламентируются отдельные виды профессиональной деятельности на данном рынке и устанавливаются специальные требования для каждого из его участников. Положения настоящей главы регламентируют профессиональную деятельность и четко определяют требования, предъявляемые к профессиональным участникам рынка производных финансовых инструментов и квалифицированным пользователям.

Проводится разграничение рынка на организованный (биржевой и внебиржевой) и неорганизованный, а также устанавливаются особенности их функционирования и правила оборота производных финансовых инструментов на каждом из таких рынков.

Как и в проекте "О срочном рынке", положения этой главы во многом повторяют соответствующие нормы Закона "О рынке ценных бумаг" с использованием вновь введенного понятийного аппарата, характерного исключительно для рынка производных финансовых инструментов.

В четвертой главе предусмотрены основные меры по предотвращению недобросовестной практики участников рынка, включая меры по борьбе с манипулированием ценами, использованием инсайдерской информации, недобросовестной конкуренцией.

Установлены дополнительные требования к определенным видам производных финансовых инструментов, к отдельным категориям участников рынка, а также специальные требования по раскрытию информации. Законопроектом отдельно предусмотрена возможность создания специальных компенсационных фондов или иных компенсационных механизмов для целей защиты участников рынка производных финансовых инструментов и их имущества.

Особое внимание уделяется регламентированию отношений квалифицированных пользователей и профессиональных участников рынка при совершении производного финансового инструмента с неквалифицированным пользователем.

Пятая глава устанавливает регулирование рынка производных финансовых инструментов. Ее положения направлены на то, чтобы создать правовую основу, которая позволила бы регулирующим органам осуществлять надзор за финансовой целостностью рынков и предпринимать меры по предотвращению эффектов, оказывающих негативное влияние на работу финансовой системы.

Нормы данной главы исключают дублирование требований, механизмов и процедур, определенных другими законами, регулирующими финансовые рынки. Они позволяют использовать существующую систему регулирования.

Однако к несомненным преимуществам указанного проекта необходимо отнести правовое закрепление разделения производных финансовых инструментов в зависимости от способа исполнения обязательств на поставочные, условные и расчетные. Кроме того, дано достаточно четкое определение расчетных деривативов, которыми признаются производные финансовые инструменты, содержащие безусловное и безотзывное обязательство сторон произвести исключительно денежные расчеты по обязательствам.

Проект (ст. 22) сохраняет действующий в настоящее время подход, основанный на разделении контроля за рынком производных финансовых инструментов по базовому активу (антимонопольный орган РФ - товарный рынок, орган по регулированию рынка ценных бумаг России - рынок ценных бумаг, Банк России - валютный рынок и рынок банковских услуг).

Предусматривается введение минимально необходимого набора правил, образующих систему управления рисками на рынке производных финансовых инструментов.

Проект предусматривает правила внесения начальной маржи (ст. 14), правила уплаты вариационной маржи (ст. 15), место гарантийного фонда (ст. 16) в системе защиты от рисков, правила приостановления торгов (ст. 18), правила принудительного закрытия позиций участников торгов (ст. 19). Также устанавливаются нормы прямого действия в отношении наиболее важных элементов системы защиты от рисков, а в отдельных случаях дается возможность уполномоченным органам, биржам и клиринговым организациям установить дополнительные или более высокие требования.

Данный проект мог бы в определенной мере решить правовые коллизии, связанные с

предоставлением правовой защиты расчетному форвардному контракту как разновидности беспоставочных деривативов. Но фрагментарность регулирования указанного вопроса неизбежно потребовала бы в самом скором времени дополнения имеющихся положений проекта.

Проект N 340630-3 "О производных финансовых инструментах" устанавливает ряд требований к биржам, организующим совершение срочных сделок, к клиринговым организациям, участникам торгов на бирже. Так, совокупный размер обязательств участника торгов по позициям на срочном рынке не должен превышать норматив, определенный уполномоченным органом.

В соответствии со ст. 16, клиринговая организация, осуществляющая клиринг по производным финансовым инструментам, должна сформировать специальный фонд для снижения рисков неисполнения обязательств по соответствующим производным финансовым инструментам (гарантийный фонд), а также вправе создать иные фонды для снижения иных рисков, связанных с производными финансовыми инструментами. Имущество, составляющее гарантийный фонд, используется в случае недостаточности средств начальной маржи для исполнения обязанностей по фьючерсным контрактам и опционам.

Государственное регулирование рынка производных финансовых инструментов заключается в том, что уполномоченные органы вправе принимать нормативные правовые акты, регулирующие заключение и исполнение фьючерсных и опционных контрактов, а также заключение и исполнение форвардных контрактов лицами, лицензирование которых и контроль за которыми они осуществляют. К таким органам относятся:

1. федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг - в отношении производных финансовых инструментов рынка ценных бумаг;
2. федеральный антимонопольный орган - в отношении производных финансовых инструментов товарного рынка;
3. Банк России - в отношении производных финансовых инструментов финансового рынка и производных финансовых инструментов валютного рынка.

Кроме того, нормами проекта закреплено, что отношения, связанные с производными финансовыми инструментами, являющимися одновременно производными финансовыми инструментами рынка ценных бумаг, производными финансовыми инструментами товарного рынка и (или) производными финансовыми инструментами финансового рынка или производными финансовыми инструментами валютного рынка, - регулируются соответствующими уполномоченными органами по согласованию.

Данный проект направлен на регулирование значительно более узкого круга общественных отношений, чем того требует экономическая действительность.

Однако несомненным достоинством проекта является четкое разграничение понятий "пари" и "расчетная сделка" по субъектному составу. Кроме того, совмещение двух путей решения проблемы законодательными средствами - внесение изменений в действующий ГК РФ и создание нового специализированного закона - представляется более логичным, чем выбор одного из указанных вариантов.

Проект N 80586-3 "О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" (в части регистрации облигаций, регулирования эмиссии ценных бумаг и деятельности финансовых консультантов на рынке ценных бумаг) создает возможность выпуска опционов эмитента. В настоящее время законодательство не предусматривает возможности выпуска таких ценных бумаг. Одновременно, для того чтобы исключить возможность злоупотребления выпуском опционов, проект закрепляет правила такого выпуска. Так, законопроект устанавливает, что размещение опционов подчиняется правилам размещения ценных бумаг, конвертируемых в акции.

Законопроект вводит "перечень эмитентов, отвечающих требованиям высокого качества корпоративного управления", утверждение которого относится к полномочиям Экспертного совета при Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. Данное изменение основано на мировом опыте (Европейский Союз принял по этому вопросу специальную директиву, которой следуют страны - его участницы). В условиях глобализации фондового рынка и развития внебиржевой торговли формирование такого перечня представляет собой создание доступного для российских и иностранных инвесторов списка российских эмитентов, отвечающих общим мировым требованиям к эмитентам ценных бумаг (в первую очередь требованиям к раскрытию информации и качеству корпоративного управления). Законопроект никак не ограничивает самостоятельность организаторов торговли на рынке ценных бумаг по включению ценных бумаг в собственный листинг. Наоборот, законопроект создает возможность для того, чтобы установить общемировые правила, заключающиеся в том, что одним из условий включения эмитента в указанный перечень является включение его ценных бумаг в листинг по крайней мере одного из организаторов торговли. Все это является достаточно актуальным и для рынка производных финансовых инструментов.

Наконец, законопроект предусматривает право федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг давать разъяснения по вопросам законодательства, связанного с функционированием этого института. Учитывая, что обращения в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг с просьбой разъяснить то или иное положение законодательства,



связанное с ценными бумагами, носят постоянный характер, это положение должно устранить неясность в отношении наличия у комиссии соответствующего полномочия.

Принятие данного законопроекта позволит расширить круг ценных бумаг на рынке, снизить требования к раскрытию информации эмитентами, ценные бумаги которых не находятся в активном обороте.

При этом законопроект не только не снижает, но даже повышает степень защищенности инвесторов на рынке ценных бумаг. Однако с точки зрения определения правовой квалификации расчетных деривативов не удастся избежать необходимости создания специального закона, так как приведенное определение представляется недостаточным для преодоления сложившейся судебной практики по вопросу разграничения пари и расчетных деривативов.

## Заключение

В заключение стоит подвести общие итоги данного исследования.

- В действующем российском законодательстве не существует четко закрепленного правового регулирования РФК; практически единственным нормативным актом, упоминающим этот институт, является Инструкция ЦБ РФ. Вследствие такого положения в доктрине существует весьма широкий разброс толкований этого института.

- В связи с тем, что ГК РФ разрешает заключение любых договоров, не упомянутых в нем, в случае их непротиворечия законодательству РФ, то РФК является договором, заключение которого разрешено ГК РФ. Следовательно, РФК является действительным и законным договором.

- РФК практически не подлежит судебной защите, притом что является законным и действительным договором. На взгляд автора, никакой принципиальной разницы между запретом договора (признания его ничтожным) и подобной позицией нет. Соответственно, возникает вопрос: почему РФК все же не признается ничтожным? Ответ прост - законных оснований для такого признания нет.

- Единственным основанием для отказа в судебной защите РФК, как законного и действительного договора, является его отождествление с пари (позиция ВАС РФ и косвенно - Конституционного Суда РФ). В связи с этим, а также в связи с отсутствием законодательного регулирования, в науке сложилось три основных точки зрения по данному вопросу:

1. Белов В.А.: РФК - это совокупность двух договоров купли-продажи, и, следовательно, он не является пари (иначе придется признать пари и сами договоры купли-продажи). Данная позиция опровергается на практике деятельностью арбитражных судов, которые в большинстве своем всегда признают РФК единым договором и не применяют к нему положения ГК РФ, регулирующие договор купли-продажи.

2. Рахмилович А.В. и Сергеева Э.Э.: РФК - это самостоятельный договор, который нельзя без ущерба для цели его заключения разбивать на договоры купли-продажи. Сам РФК является пари особого рода, который при определенном субъектном составе (а именно в сфере осуществления банковской деятельности) должен изыматься из сферы действия ст. 1062 ГК РФ и подпадать под судебную защиту. Данная позиция была опровергнута приведенным определением Конституционного Суда РФ.

3. Губин Е.П. и Шерстобитов А.Е.: РФК не является пари, так как не носит рисковый (алеаторный) характер и не является условной сделкой. Такая позиция относительно оснований непризнания РФК пари полностью опровергнута в данной работе. РФК действительно является "сделкой на разницу", что предполагает его условность, рисковый характер и отсутствие в качестве прямого последствия его заключения развития производства товаров, услуг или работ. Однако это не дает право на признание РФК пари.

Позиция автора заключается в том, что РФК безусловно представляет собой самостоятельный договор, является "сделкой на разницу" и имеет с пари не больше общих черт, чем любой предпринимательский договор.

Относительно такого понятия, как "сделка на разницу", стоит заметить, что практически все биржевые сделки являются таковыми. Экономическую эффективность и полезность хеджирования никто не оспаривает, а что касается спекулирования как вида биржевой деятельности, то она является столь же законной, как и любая другая предпринимательская деятельность, и не имеет ничего общего со старым стереотипным мышлением некоторых специалистов в данной области.

В качестве варианта решения этой проблемы можно предложить только создание специального закона, регулирующего срочные сделки. Причем внесение соответствующих поправок в ГК РФ (чего, по всей видимости, старательно пытался избежать Конституционный Суд), а также в ряд других действующих законодательных актов, представляется совершенно необходимым. Законодателем предпринимался ряд попыток создания специального закона, регулирующего срочные сделки в целом и расчетные деривативы в частности. Однако основной задачи представленные проекты не решали - не определяли с необходимой в контексте сложившейся судебной практики точностью правовую природу расчетных финансовых инструментов, позволяющей четко и с минимальной долей судебной усмотрения квалифицировать ту или иную сделку как расчетный дериватив, а не как пари, не как совокупность двух договоров купли-продажи и т.д.

В то же время этот специальный закон должен быть рассчитан на перспективу развития срочного рынка. Поэтому слишком узкое определение вводимых понятий не представляется обоснованным, так как в любой момент могут появиться новые производные финансовые инструменты и отсутствие их регулирования в таком законе вновь позволит судам не предоставлять им защиту. Следовательно, определение финансового дериватива через перечисление основных существующих на данный момент времени производных финансовых инструментов не решит рассматриваемую проблему, даже если такой перечень является открытым. Необходимо выделить существенные признаки, характеризующие именно эту категорию институтов.

Указав общие вопросы, связанные с заключением срочных сделок, необходимо указать конкретные их виды в отдельных параграфах, т.е. ввести, как минимум, следующие параграфы: "Форвардный контракт", "Фьючерсный контракт", "Оptionный контракт", "Своп" и "Репо". В этих параграфах должен быть указан общий порядок заключения каждого договора, порядок исполнения и прекращения договора, права и обязанности, ответственность сторон и т.д.

Кроме того, регулирование деривативов в России только специальным законом невозможно, поскольку ни один закон не может противоречить ГК РФ (п. 2 ст. 3)<sup>\*(103)</sup>. Конечно, законодательные акты одного уровня обладают равной юридической силой; следовательно, ни один федеральный закон (каковым и является ГК РФ) не может требовать, под угрозой признания их юридически недействительными, чтобы остальные соответствовали ему. Однако для реализации такого положения необходимо обжаловать указанное положение ГК РФ в Конституционный Суд.

Вследствие этого представляется весьма логичным ввести во вторую часть ГК РФ дополнительную главу, посвященную производным финансовым деривативам. Нормы данной главы должны содержать перечень основных признаков финансовых деривативов, общие условия и порядок заключения такого договора, определить его объекты. При этом необходимо указать, что конкретные вопросы, связанные с оборотом отдельных видов деривативов, должны быть урегулированы отдельным законом.

Представляется необходимым ввести в ст. 1062 отдельный пункт следующего содержания: "Не относятся к играм и пари срочные сделки, указанные в соответствующей главе настоящего кодекса, за исключением тотализаторных форвардных, опционных и фьючерсных контрактов". Понятие тотализаторной сделки необходимо дать в отдельной статье и там же указать, что на такие сделки распространяются нормы п. 1 ст. 1062 ГК РФ. Понятие тотализаторной сделки должно выглядеть следующим образом: "Под тотализаторным договором следует понимать договор, при котором одна сторона обещает выплатить другой стороне определенную сумму денег в будущем при совпадении каких-либо абстрактных цифровых комбинаций, всецело зависящих от случая, не имеющих никакой хозяйственной цели и не основанных на экономических расчетах". Такое определение дает возможность разграничить тотализаторные деривативы от остальных тем, что, в отличие от нормальных срочных сделок, в тотализаторных сделках в качестве объекта указывается абстрактный, не имеющий никакого экономического содержания набор цифровых комбинаций, сочетание которых зависит не от расчета или экономического анализа, сделанного стороной сделки, а от их случайного совпадения (погодные условия, президентские выборы и т.д.).

Вышеназванные нововведения позволяют:

- во-первых, на уровне ГК РФ признать деривативы гражданско-правовыми сделками;
- во-вторых, вне зависимости от лежащего в их основе базисного актива дать общий для всех биржевых договоров порядок правового регулирования;
- в-третьих, лишить судебные органы возможности отказа в защите нарушенного права путем ссылки на ст. 1062 ГК РФ;
- в-четвертых, создать реальную возможность претворения в жизнь ряда нормативных актов, которые призывают к вовлечению в хозяйственный оборот форвардных, фьючерсных и целого ряда других срочных контрактов.

## Приложение 1. Экономико-правовая характеристика финансового рынка

### § 1. Общая характеристика финансового рынка

#### *1.1. Институциональная характеристика рынка ценных бумаг*

Рыночная экономика представляет собой совокупность различных рынков. Одним из них является финансовый рынок, который осуществляет распределение денежных средств между участниками экономических отношений. С его помощью мобилизуются свободные финансовые ресурсы и направляются тем лицам, которые могут ими наиболее эффективно распорядиться. Главным образом на финансовом рынке изыскиваются средства для развития сферы производства и услуг.

Одним из сегментов финансового рынка выступает рынок ценных бумаг (РЦБ), или фондовый рынок, который опосредует кредитные отношения и отношения совладения с помощью ценных бумаг. Особенностью привлечения финансовых средств с помощью ценных бумаг является то, что, как правило, они могут свободно обращаться на рынке\*(104). Поэтому лицо, вложившее свои средства в какое-либо производство посредством приобретения ценных бумаг, может вернуть их (полностью или частично), продав бумаги. В то же время его действия не затрагивают и не нарушают сам процесс производства, так как деньги не изымаются из предприятия, которое продолжает функционировать. Возможность свободной купли-продажи ценных бумаг позволяет вкладчику гибко определять время, на которое он желает разместить свои средства в тот или иной хозяйственный проект.

Появление ценной бумаги как инструмента привлечения финансовых ресурсов позволяет вкладчику в определенной степени решать проблему риска, связанного с хозяйственной деятельностью, посредством приобретения такого количества ценных бумаг, которое отвечает стабильности его финансового положения. Если какое-либо лицо готово пойти на значительный риск, оно купит большой пакет ценных бумаг, в противном случае - ограничится одной или несколькими бумагами. Данное качество ценной бумаги играет большую роль в финансировании венчурных (рискованных) предприятий, занимающихся новыми разработками. Получить кредит в банке для таких целей не всегда возможно: банки большей частью консервативные организации и требуют обеспечения своих кредитов.

Выпуск акций под рискованные проекты позволяет финансировать новые предприятия. Вкладчики идут на большой риск, но в случае успеха их ожидают и большие доходы. Например, такое предприятие, как IBM, впервые появилось как венчурное. Таким образом, наличие РЦБ позволяет расширить финансирование научно-технического прогресса общества.

Для увеличения круга потенциальных вкладчиков могут выпускаться очень дешевые бумаги. В результате открывается возможность максимизировать масштабы привлечения денежных средств, охватывая и небогатые слои населения.

Подводя итог, можно сказать, что первая функция фондового рынка состоит в мобилизации средств вкладчиков для целей организации и для расширения масштабов хозяйственной деятельности. Вторая функция - информационная: ситуация на фондовом рынке сообщает вкладчикам информацию об экономической конъюнктуре и дает им ориентиры для размещения своих капиталов.

Данная информация представлена в курсовой стоимости ценных бумаг. Например, если цена акции какого-либо предприятия растет, как правило, это говорит о хороших перспективах его хозяйственной деятельности, и наоборот. Аналогичная параллель справедлива и в отношении состояния фондового рынка и экономики в целом. Падение курсовой стоимости ценных бумаг предвещает спад деловой активности, и наоборот. Из данного правила случаются исключения, однако большей частью фондовый рынок верно определяет вектор экономического движения.

Таким образом, ситуация на фондовом рынке сигнализирует о будущем состоянии экономики. Такая последовательность и связь между фондовым рынком и экономической конъюнктурой возникает потому, что вкладчики, стремясь предвидеть будущие результаты деятельности того или иного предприятия, находятся в процессе постоянного поиска и анализа информации. Если полученная информация положительна, они покупают соответствующие ценные бумаги, в противном случае - продают. В результате курсовая стоимость ценной бумаги начинает изменяться уже до того момента, как станут известны окончательные итоги деятельности данного предприятия\*(105).

Состояние фондового рынка имеет важное значение для стабильного развития экономики; его крах, т.е. сильное падение курсовой стоимости ценных бумаг за короткий промежуток времени, может вызвать застой в экономике. Это объясняется тем, что падение стоимости ценных бумаг делает вкладчиков беднее. Как следствие, они сокращают свои расходы, спрос на товары и услуги падает, у предприятий накапливается нереализованная продукция, они начинают сокращать производство и увольнять работников, что еще больше сокращает уровень потребления. Кроме того, падение курсовой стоимости уменьшает возможности предприятий аккумулировать необходимые им средства за счет

выпуска новых бумаг.

В составе РЦБ выделяют денежный рынок и рынок капитала. Денежный рынок - это рынок, на котором обращаются краткосрочные ценные бумаги. Временным критерием обычно считается один год.

Если бумага будет обращаться на рынке не более года, она рассматривается как инструмент денежного рынка. В то же время такие бумаги, как вексель или банковский сертификат, также относят к инструментам денежного рынка, хотя они могут обращаться и больше одного года. Денежный рынок служит для обеспечения потребностей хозяйствующих субъектов в краткосрочном финансировании.

Рынок капитала - это рынок, на котором обращаются бессрочные ценные бумаги или бумаги, до погашения которых остается более года. В качестве примера можно назвать акцию. Рынок капитала служит для обеспечения потребностей хозяйствующих субъектов в долгосрочном финансировании.

По организационной структуре РЦБ делят на первичный и вторичный рынки. Первичный рынок - это рынок, на котором происходит первичное размещение ценной бумаги. Любая ценная бумага продается первый раз на первичном рынке. Таким образом, термин "первичный рынок" относится к продаже новых выпусков ценных бумаг. В результате продажи бумаг на первичном рынке лицо, их выпустившее, получает необходимые ему финансовые ресурсы, а бумаги поступают в руки первоначальных держателей. Поэтому функция первичного рынка состоит в мобилизации новых капиталов.

Ценные бумаги выпускаются главным образом юридическими лицами. В то же время такая бумага, как вексель, может быть выписана и физическим лицом. Лицо, выпускающее ценные бумаги, называют эмитентом, а выпуск бумаг - эмиссией. Лицо, приобретающее ценные бумаги, именуют инвестором. На фондовом рынке основными покупателями бумаг выступают юридические лица, прежде всего банки, страховые организации, инвестиционные, пенсионные фонды, так как именно они располагают наибольшей суммой средств. На фондовом рынке существует термин "институциональный инвестор", который относится к специалистам, управляющим чужими активами, или обозначает организации, главный вид деятельности которых - приобретение финансовых активов за счет привлеченных средств\*(106).

Первая и последующие перепродажи ценных бумаг происходят на вторичном рынке, где осуществляется обращение ценных бумаг. На нем уже нет аккумуляции новых финансовых средств для эмитента, а наблюдается только перераспределение ресурсов среди последующих инвесторов. Вторичный рынок, являясь механизмом перепродажи, позволяет инвесторам свободно покупать и продавать бумаги. При отсутствии вторичного рынка или его слабой организации последующая перепродажа ценных бумаг была бы невозможна или затруднена, что оттолкнуло бы инвесторов от покупки всех или части бумаг. В итоге общество осталось бы в проигрыше, так как многие, особенно новейшие, предприятия и начинания не получили бы необходимой финансовой поддержки.

В структуре вторичного рынка выделяют биржевой и внебиржевой рынки. Биржевой рынок представлен обращением ценных бумаг на биржах; внебиржевой рынок охватывает обращение бумаг вне бирж. Такое деление вторичного рынка связано с тем, что не все ценные бумаги могут обращаться на бирже. Исторически сначала возник внебиржевой рынок. В последующем рост операций с ценными бумагами потребовал организации более упорядоченной торговли. В результате появились фондовые биржи. Кратко фондовую биржу можно определить как организованный рынок ценных бумаг. Это означает, что существует определенное место, время и правила торговли ценными бумагами. Прогресс компьютерных и информационных технологий привел к появлению электронных бирж. Электронная биржа - это компьютерная сеть, к которой подключены терминалы компаний-членов биржи. Терминалы могут быть вынесены в офисы данных компаний.

Как уже было сказано, не все ценные бумаги могут обращаться на бирже: на нее допускаются бумаги только эмитентов, которые отвечают ее требованиям. Как правило, это бумаги крупных, финансово крепких компаний. Ценные бумаги молодых, финансово слабых компаний обычно обращаются на внебиржевом рынке.

Каждая биржа разрабатывает свой перечень требований к эмитентам. Поэтому в зависимости от их жесткости бумаги одной и той же компании могут котироваться, т.е. обращаться, на одной или нескольких биржах\*(107).

Обычно акционерное общество (АО) стремится, чтобы его акции обращались на бирже, поскольку сам факт котировки акций на бирже говорит об определенном уровне надежности АО (оно прошло экспертизу специалистов биржи). При прочих равных условиях таким предприятиям легче привлечь средства за счет выпуска новых акций. Инвесторы могут судить об их положении и перспективах на основе легко доступных биржевых котировок.

Чтобы завершить описание биржевого рынка, остановимся кратко на разновидностях бирж в экономике. Если посмотреть на экономику во временном разрезе, то можно увидеть, что она состоит из двух сегментов: спотового и срочного рынков.

Спотовый (кассовый) рынок - это рынок наличных сделок. На спотовом рынке происходит одновременная оплата и поставка ценных бумаг. Законодательство различных стран обычно отводит контрагентам несколько дней с момента заключения сделки для осуществления взаиморасчетов.

Срочный рынок - это рынок, на котором заключаются срочные сделки. Срочная сделка

представляет собой договор между контрагентами о будущей поставке предмета контракта на условиях, которые оговариваются в момент заключения такой сделки. В соответствии с двумя сегментами рынка можно выделить спотовые и срочные биржи. Существуют также товарные биржи, на которых, согласно названию, продаются и покупаются товары. Однако в современных условиях на товарных биржах, за редким исключением, осуществляется торговля срочными контрактами, в том числе контрактами, в основе которых лежат ценные бумаги. Таким образом, происходит определенное сближение фондовых и товарных бирж: и на первых и на вторых обращаются срочные контракты на ценные бумаги.

По своей внутренней организации биржа может состоять из нескольких специализированных отделов: валютного, фондового, товарного. Поэтому официальное название биржи не всегда точно отражает весь набор инструментов, который задействован на ней. Например, Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) имеет в своем составе валютную спотовую секцию, спотовую секцию ценных бумаг и секцию срочного рынка.

На внебиржевом рынке, представленном обращением ценных бумаг вне биржи, сделки с ценными бумагами заключаются напрямую или через посредников между различными инвесторами, а также между профессиональными участниками фондового рынка.

По характеру эмитентов фондовый рынок можно разделить на рынок государственных и негосударственных ценных бумаг. Рынок негосударственных бумаг помогает аккумулировать финансовые ресурсы для предпринимательского сектора. Рынок государственных ценных бумаг позволяет решать две важные задачи:

- государство может мобилизовывать необходимые ему денежные ресурсы, и в частности финансировать дефицит госбюджета;
- рынок выступает одним из инструментов регулирования процентной ставки в экономике. Процентная ставка является ценой денег и поэтому зависит от их предложения.

Если Центральный банк полагает, что необходимо стимулировать предпринимательскую активность за счет снижения процентной ставки, он начинает покупать государственные ценные бумаги. В экономику поступает дополнительная масса денег, и процентная ставка понижается. Если Центральный банк считает, что быстрый экономический рост грозит высокой инфляцией, он продает государственные ценные бумаги. В результате из экономики изымается часть денег, что ведет к росту процентной ставки и сдерживанию деловой активности.

## **1.2. Институциональная характеристика срочного рынка**

Как уже отмечалось, временной срез экономики представлен только двумя сегментами: спотовым и срочным рынками. Срочный рынок также называют рынком производных финансовых инструментов. На срочном рынке обращаются срочные контракты. Срочный контракт - это соглашение о будущей поставке предмета контракта. В момент его заключения оговариваются все условия, на которых он будет исполняться. В основе контракта могут лежать различные активы, например ценные бумаги, фондовые индексы, банковские депозиты, валюта, собственно товары. Актив, лежащий в основе срочного контракта, называют базисным, или базовым, активом. Срочный контракт возникает на основе базисного актива. Поэтому его также называют производным активом, т.е. инструментом, производным от базисного актива.

Срочный рынок выполняет две важные функции: позволяет согласовывать планы предпринимателей на будущее и страховать ценовые риски в условиях неопределенности экономической конъюнктуры.

Срочные сделки позволяют застраховаться от изменения цен финансовых активов, валютных курсов, процентных ставок, собственно товарных цен. Привлекательность срочного рынка состоит также в том, что его инструменты являются высокодоходными, хотя и высокорискованными объектами инвестирования финансовых средств **\*(108)**.

Структурно на срочном рынке можно выделить сегменты: первичный и вторичный, биржевой и внебиржевой. В отличие от рынка ценных бумаг срочный биржевой рынок является для производных активов одновременно и первичным и вторичным, в то время как для ценных бумаг биржевой рынок выступает преимущественно как вторичный. По виду торгуемых на срочном рынке инструментов его можно подразделить на форвардный, фьючерсный, опционный рынки и рынок свопов.

## **1.3. Основные этапы образования и исторического развития срочного рынка**

Срочный рынок является молодым и динамично развивающимся сегментом рыночной экономики. Зарождение организованной срочной торговли можно отнести к появлению в 1752 г. Нью-Йоркской Продовольственной Биржи. Первая срочная биржа - Чикагская Торговая Палата (CBT) - образована в 1848 г. для торговли фьючерсными контрактами на сельскохозяйственную продукцию. Однако действительно бурное развитие срочный рынок получил только в 70-90-е гг. прошлого столетия. Одна из главных причин этого - усиление нестабильности рыночной экономики в краткосрочном периоде.

Именно в 70-е гг. западные страны перешли к плавающим валютным курсам. Если до конца 60-х гг. процентные ставки были относительно низкими и стабильными, то с начала 70-х гг. они обнаружили тенденцию как к росту, так и к возрастающей неустойчивости. Только в одной Великобритании в период между 1979 и 1989 гг. процентные ставки изменялись более 80 раз.

Поскольку в современном мире развитие бизнеса во многом основано на привлечении заемного капитала и расширении внешнеэкономических связей, то отмеченные процессы не могли не сказаться на росте неустойчивости цен и на других рынках. Именно в 70-80-е гг. стали активно формироваться срочные биржи. Так, в 1972 г. образован Международный Валютный Рынок (ИММ), являющийся подразделением Чикагской Товарной Биржи (СМЕ). В 1973 г. открылась торговля опционами на Чикагской Бирже Опционов (СВОЕ). Лондонский Рынок Торгуемых Опционов (LTOM) образован в 1978 г. в рамках Лондонской Международной Фондовой Биржи. В 1979 г. возникла Нью-Йоркская Фьючерсная Биржа (NYFE). В 1982 г. образована Лондонская Международная Биржа Финансовых Фьючерсов (LIFFE). В том же году открылась торговля срочными контрактами на Филадельфийской Фондовой Бирже (FHLX). Во Франции в 1985 г. образована Биржа Финансовых Фьючерсных Контрактов (MATIF). В Японии первые срочные сделки стали заключаться в 1985 г. В 80-е гг. возник новый сегмент срочного рынка - рынок свопов.

В России торговля срочными контрактами зародилась в 1992 г., когда на Московской Товарной Бирже (МТБ) открылась фьючерсная секция. В настоящее время в России торговля срочными контрактами представлена на Московской Межбанковской Валютной Бирже, Московской Центральной Фондовой Бирже, Российской Бирже и ряде других бирж.

#### **1.4. Современное состояние срочного рынка и используемый на нем понятийный аппарат**

Современный срочный рынок - это масштабный и по объемам осуществляемым на нем операций рынок. В начале 1995 г. общая стоимость, считая по номиналу, обращающихся на нем производных финансовых инструментов достигла 56,4 трлн. долл. **\*(109)**.

Срочный рынок имеет отлаженную организационную инфраструктуру. Подавляющая часть срочной торговли сконцентрирована в главных мировых финансовых центрах, в частности на ведущих мировых биржах, а также осуществляется с помощью международных телекоммуникационных систем. Клиринг по срочным операциям происходит в объединенных клиринговых центрах.

Инфраструктура срочного рынка представлена не только биржами и внебиржевыми электронными системами, но и широким спектром организаций, выполняющих как брокерские, так и дилерские функции. Деятельность профессиональных участников срочного рынка подлежит лицензированию.

Участниками срочного рынка являются как профессиональные организации, формирующие его инфраструктуру, так и любые юридические и физические лица, решающие задачи согласования хозяйственных планов и страхования ценовых рисков.

Всех участников рынка можно разделить на три группы: хеджеры, спекулянты и арбитражеры. Хеджер - это лицо, страхующее ценовые риски. Операция по страхованию ценового риска называется хеджированием. Механизм хеджирования сводится к заключению срочного контракта, в котором устанавливается цена поставки базисного актива.

Спекулянт - это лицо, стремящееся получить прибыль за счет разницы в курсовой стоимости ценных бумаг, которая может возникнуть во времени. Спекулянты могут играть на повышение цены (и в этом случае будут называться "быками") или на понижение (тогда будут называться "медведями"). Спекуляция выполняет две важные задачи: способствует дополнительному повышению интереса к ценным бумагам вкладчиков и повышает уровень ликвидности ценных бумаг.

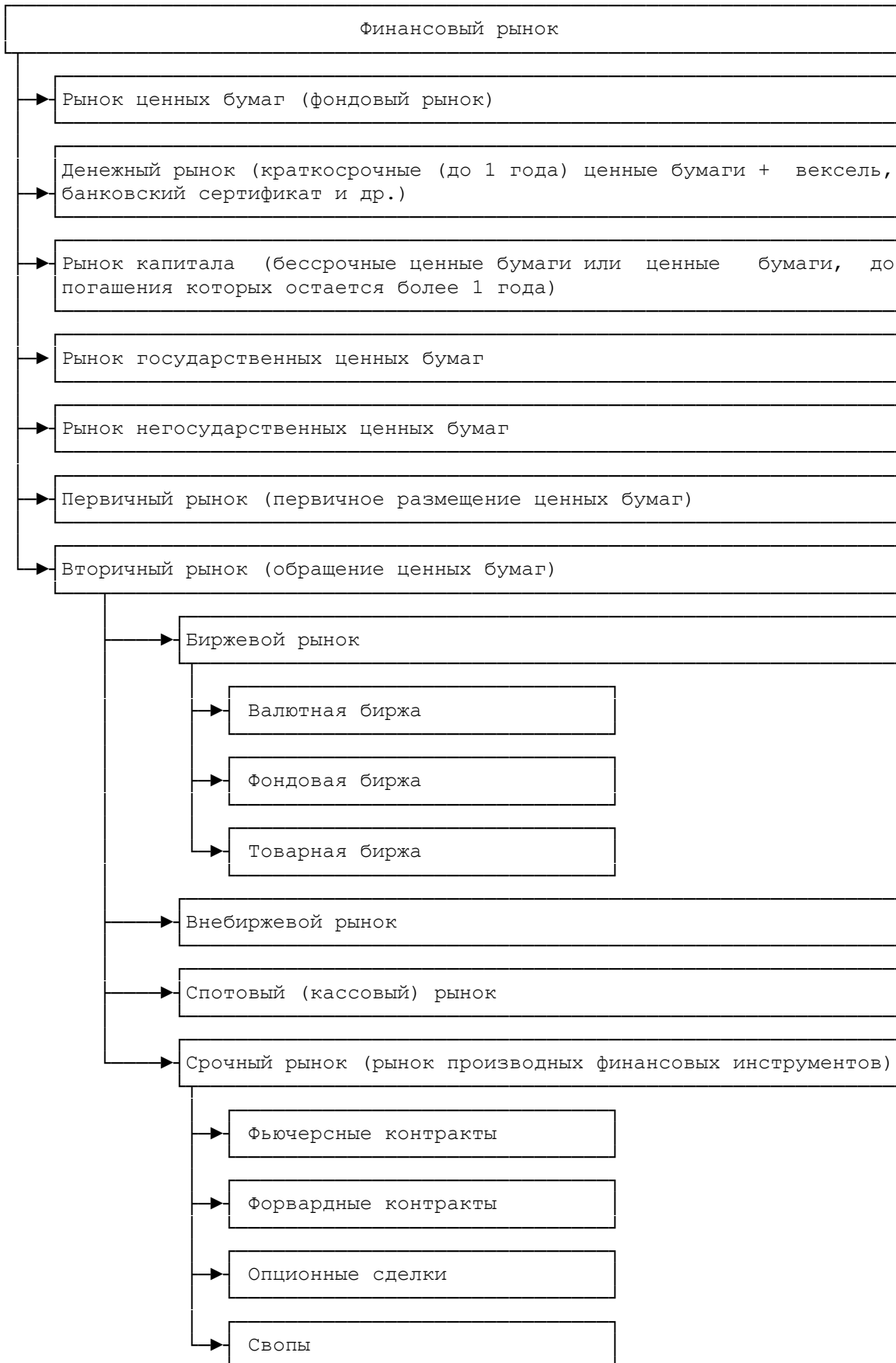
Арбитражер - это лицо, извлекающее прибыль за счет одновременной покупки и продажи одной и той же ценной бумаги на разных рынках. Его прибыль равна разнице в ценах бумаги на двух биржах.

На срочном рынке пользуются следующей терминологией. Если лицо по срочному контракту обязуется купить базисный актив, то говорят, что оно покупает контракт или открывает длинную позицию. Если лицо обязуется по контракту продать базисный актив, то говорят, что оно продает контракт или открывает короткую позицию. Соответственно, встречаются такие понятия, как "длинный контракт" и "короткий контракт". В первом случае это означает, что инвестор купил контракт, во втором - продал.

Как мы отметили выше, срочные контракты именуют производными активами. В некоторых публикациях их также называют производными ценными бумагами. Если посмотреть на существенную характеристику ценных бумаг и срочных контрактов, а также на функции, которые выполняют фондовый и срочный рынки, то с таким определением трудно согласиться. Во-первых, ценная бумага - это титул собственности на определенное имущество или односторонний займы капитал. Срочный контракт - это только право или обязательство поставить или купить в будущем базисный актив; он выступает как организационный инструмент поставки. Во-вторых, основополагающая функция рынка ценных бумаг сводится к мобилизации денежных средств. Функция срочного рынка состоит в хеджировании ценовых

рисков и согласовании будущих хозяйственных планов. В-третьих, ценные бумаги приносят, как правило, доход в виде дивидендов или процентов; по срочным контрактам не существует такого вида дохода.

Таким образом, обобщить изложенное выше можно схемой:





## **§ 2. Краткая характеристика основных видов производных финансовых инструментов, обращаемых на срочном рынке**

Сразу отметим, что целью данного раздела работы является предоставление самой общей информации об основных видах производных финансовых инструментов, и в силу этого наибольший упор делается на их экономическую характеристику. Именно доказательство их экономической полезности и целесообразности является, на взгляд автора, основным аргументом в пользу предоставления и детализации юридического признания и защиты данных инструментов, обращаемых на срочном рынке.

### **2.1. Фьючерсный контракт**

Фьючерсный контракт - это соглашение между сторонами о будущей поставке базисного актива, которое заключается на бирже. В принципе, возможно заключение фьючерсных контрактов и на внебиржевом рынке, однако в большей степени такие контракты обращаются на бирже. Биржа (расчетная палата) сама разрабатывает его условия, и они являются стандартными для каждого базисного актива. Биржа организует вторичный рынок данных контрактов. Предметом (базовым активом) обычно является срочный контракт.

Исполнение фьючерсного контракта гарантируется биржей (расчетной палатой). После того как контракт заключен, он регистрируется в расчетной палате. С этого момента стороной сделки как для продавца, так и для покупателя становится расчетная палата, т.е. для покупателя она выступает продавцом, а для продавца - покупателем. Поскольку фьючерсные контракты стандартны и гарантированы расчетной палатой, они высоколиквидны. Это значит, что участник сделки легко может закрыть открытую позицию (другими словами, продать контракт) с помощью оффсетной сделки, т.е. сделки, закрывающей открытую позицию. Результатом такой операции будет выигрыш или проигрыш, в зависимости от того, по какой цене открыть и закрыть позицию.

Если участник контракта желает осуществить или принять поставку, он не ликвидирует свою позицию до дня поставки. В этом случае расчетная палата уведомляет его, кому он должен поставить или от кого принять базисный актив. По условиям некоторых фьючерсных контрактов может предусматриваться не поставка базисного актива, а взаиморасчеты между участниками в денежной форме.

Как уже было сказано, фьючерсные контракты по своей форме являются стандартными. Кроме того, на бирже торгуются контракты только на определенные базисные активы. Поэтому фьючерсные контракты, как правило, заключаются не с целью осуществления реальной поставки, а для хеджирования и спекуляции. В мировой практике только порядка 3% всех заключаемых контрактов оканчиваются поставкой, остальные закрываются оффсетными сделками.

В основе фьючерсного контракта могут лежать как товары, так и финансовые инструменты. Контракты, базисными активами для которых являются финансовые инструменты, - а именно ценные бумаги, фондовые индексы, валюта, банковские депозиты, драгоценные металлы, - называются финансовыми фьючерсными контрактами. Современный фьючерсный рынок развивается в первую очередь за счет роста торговли финансовыми фьючерсными контрактами, объемы которой существенно превышают объемы торговли товарными фьючерсными контрактами.

Фьючерсный контракт можно заключить только при посредничестве брокерской компании, которая является членом биржи. При открытии позиции по контракту его участник должен внести гарантийный взнос (залог), который называется начальной, или депозитной, маржой. По величине маржа составляет обычно от 2 до 10% суммы контракта. Данные средства вносятся на клиентский счет, который открывается в расчетной палате каждому участнику торгов. Условия контрактов могут допускать внесение начальной маржи как деньгами, так и ценными бумагами.

По результатам фьючерсных торгов расчетная палата ежедневно определяет выигрыши и проигрыши участников и соответственно списывает деньги со счета проигравшей стороны и зачисляет их на счет выигравшей. Сумма выигрыша или проигрыша, начисляемая по итогам торгов, называется вариационной, или переменной, маржой. Она может быть положительной (выигрыш) и отрицательной (проигрыш).

Участник контракта может держать свою позицию открытой в течение длительного времени, например несколько дней. В таком случае расчетная палата все равно определяет по итогам каждого дня его выигрыши или проигрыши.

Чтобы не допустить чрезмерной спекуляции фьючерсными контрактами и усилить систему гарантий их исполнения, биржа устанавливает по каждому виду контракта лимит отклонения фьючерсной цены текущего дня от котировочной цены (средней цены сделок, заключенных в ходе данной сессии) предыдущего дня. Если будут подаваться заявки по более высоким или низким ценам, то они не будут исполняться.

Полноценным инструментом срочного рынка в России можно назвать лишь фьючерсный

контракт на доллар США. Между тем организаторы срочной торговли не оставляли попыток расширить номенклатуру как самих срочных инструментов, так и лежащих в их основе базовых активов. Попытки эти были обречены на неудачу по нескольким причинам, основной из которых являлась инертность операторов рынка, не позволявшая придать новому контракту необходимую ликвидность. Кроме того, для организации торговли новым контрактом необходимы как минимум следующие условия: высоколиквидный биржевой базовый актив с достаточно высокой волатильностью (колеблемостью), а также устойчивой доходностью, сопоставимой с агрегированной рыночной процентной ставкой спот. Существование актива, удовлетворяющего этим условиям, обеспечивает интерес к производным от него инструментам со стороны как хеджеров, так и спекулянтов. Благодаря политике финансовой стабилизации государственные ценные бумаги с недавних пор стали соответствовать указанным требованиям, что явилось стимулом к развитию производных от них инструментов. В результате на всех биржевых площадках столицы активно вводятся в действие фьючерсные контракты на параметры государственных ценных бумаг - ГКО и ОФЗ.

В настоящий момент существующие контракты, по мнению Д. Малинина\*(110), разделяются на две группы: фьючерс на аукционные параметры ГКО (ОФЗ) и фьючерс на курс ГКО (ОФЗ) на вторичных торгах. Все торгуемые контракты являются расчетными, т.е. при исполнении контракта не происходит реальной передачи актива продавцом покупателю, а взаиморасчет производится путем перевода маржи, рассчитываемой как разность между ценой заключенного контракта и ценой спот бумаги, зафиксированной на торгах ММВБ в день исполнения контракта.

Наибольшей популярностью сегодня пользуется фьючерс на цену отсечения ввиду его чрезвычайной спекулятивности, которая объясняется коротким сроком жизни контракта, 4-5 дней, и достаточной "прозрачностью", не требующей сложных схем анализа и реализации. Данный инструмент, при всей его спекулятивной привлекательности, вызывает проблемы при проведении операции хеджирования, которая в этом случае сама по себе нетрадиционна. Известно, что на аукционе по размещению ГКО (ОФЗ), как правило, 70% бумаг размещаются по конкурентным ценам, нижнюю границу диапазона которых (цену отсечения) определяет Минфин РФ. Понятно, что любой оператор этого рынка стремится приобрести бумаги как можно дешевле, но никак не хочет быть "отсеченным". С возникновением фьючерсных контрактов на аукционные параметры появилась возможность частично управлять этим риском. Можно видеть, что нетрадиционность хеджированию в этом случае придает сама вероятность отсечения - появляется несколько возможных целей и исходов проводимой операции. Во-первых, страховать риски допустимо в двух направлениях - риск отсечения заявки и риск потери доходности бумаг в результате приобретения по завышенной цене. Во-вторых, в любом случае не существует гарантии от ситуации "чистого проигрыша".

Следует отметить, что цены фьючерсов на аукционные параметры на биржевых (РБ и МЦФБ) и внебиржевых (Межбанковский финансовый дом) площадках практически не различаются по причине их сильной зависимости друг от друга, что сужает выбор вариантов, а также исключает возможность эффективного арбитража. Между тем в течение даже такого короткого срока жизни контрактов, как 4-5 дней, цена их значительно изменяется, порой до 10% в ту или другую сторону.

Контракт на средневзвешенную цену размещения ГКО (ОФЗ) более прост в использовании, поскольку реальная покупка бумаг на аукционе инвестору гарантирована, но имеет особенность: среди его продавцов нет ни одного хеджера, что понятно - ведь при первичном размещении продавцом (эмитентом) ценных бумаг является исключительно Минфин. Тем не менее, используя совместно контракты на цену отсечения и средневзвешенную цену, можно оптимизировать аукционную позицию.

На Российской бирже торгуются также контракты на аукционные параметры глубиной до трех месяцев, т.е. в основе их лежит не реальная ценная бумага, а некоторый, трех- или шестимесячный, выпуск, который должен быть размещен в будущем и по которому будет рассчитываться фьючерсный контракт в фиксированный день каждого торгуемого месяца. Практическое применение подобных инструментов в плане страхования финансовых рисков весьма сомнительно, поскольку они имеют очень большой вероятностный разброс во времени и параметрах; при этом, однако, они достаточно четко отражают настроения спекулятивно настроенных инвесторов при условии, что те стремятся довести контракт до поставки.

Говоря о фьючерсных контрактах на курс ГКО (ОФЗ) на вторичных торгах, следует отметить их слабое развитие, причиной чего является большое количество обращающихся серий бумаг и их непривычность для участников срочного рынка. Для операций с данными контрактами требуется хорошо знать ситуацию на спотовом рынке государственных бумаг. Наиболее развитой в этом направлении является фьючерсная площадка МЦФБ, где торгуются контракты на курс большинства обращающихся серий с поставкой два раза в месяц. Московская финансовая фьючерсная биржа (МФФБ) также объявила о начале торгов фьючерсными контрактами на государственные ценные бумаги.

Применение этого инструмента позволяет увеличить гибкость портфелей государственных ценных бумаг с использованием множества стратегий, характерных для финансовых фьючерсов. С технической точки зрения, на МЦФБ торговая система контрактами на курс государственных бумаг наиболее развита, поскольку она одна из первых предприняла попытки организовать торги на ГКО; в качестве гарантийных средств могут вноситься те же ГКО, ОФЗ, ОГСЗ и прочие активы в количестве до

90% от суммы всех залогов, что позволяет практически полностью исключить привлечение дополнительных рублевых средств для формирования инвестиционного портфеля. Сейчас еженедельный оборот по данным контрактам составляет 1/10-1/15 от оборота по фьючерсам на аукционные параметры.

В настоящий момент запускается торговля фьючерсными контрактами на курс ГКО и на ММВБ, однако спецификация этих контрактов несколько отличается от рассмотренных выше. Во-первых, номенклатура торгуемых контрактов будет строиться на основе периодичности исполнения, при глубине торговли шесть месяцев (тогда как на остальных площадках она формируется на основе всех существующих серий государственных бумаг). Это означает, что для каждого из месяцев поставки существует всего один контракт; в его основе лежит конкретная серия ГКО, погашение которой происходит ровно через 30 дней после поставки по контракту. Можно сказать, что на ММВБ будет организована торговля фьючерсом на форвардную тридцатидневную процентную ставку спот по ГКО. Несомненно, подход ММВБ к данному вопросу более приближен к стандартам и опыту западных рынков и, если можно так выразиться, более цивилизован. Во-вторых, система расчетов, как предполагается, будет более гибкой, нежели на остальных московских биржах.

Не вызывает сомнений, что при условии сохранения финансовой стабильности в стране рынок срочных контрактов на государственные ценные бумаги обречен на быстрое развитие. При должном профессиональном подходе к его организации он способен значительно расширить диапазон проводимых финансовых операций и сделать более гибким институт страхования финансовых рисков на российском рынке.

## 2.2. Опционный контракт

Опцион представляет собой контракт, дающий его владельцу право купить (опцион "колл") или продать (опцион "пут") определенное количество товаров или финансовых инструментов (ценных бумаг) по установленной цене (цене использования) в течение обусловленного времени в обмен на уплату некоторой суммы (премии). Опцион - это разновидность срочной сделки, не требующей обязательного исполнения.

Данное определение целесообразно дополнить формулировкой российского законодательства. Согласно письму Государственного комитета Российской Федерации по антимонопольной политике и поддержке новых экономических структур от 30 июля 1996 г. "О форвардных, фьючерсных и опционных биржевых сделках": "Опционным контрактом (опционом) является документ, определяющий права на получение (передачу) имущества (включая деньги, валютные ценности и ценные бумаги) или информации с условиями, что держатель опционного контракта может отказаться от прав по нему в одностороннем порядке".

Суть опциона состоит в том, что он предоставляет одной из сторон сделки право выбора исполнить контракт или отказаться от его исполнения. В сделке участвуют два лица: одно покупает опцион, т.е. приобретает право выбора; другое продает, или выписывает, опцион, т.е. предоставляет право выбора. За полученное право выбора покупатель опциона уплачивает продавцу определенное вознаграждение, называемое премией. Продавец опциона обязан исполнить свои контрактные обязательства, если покупатель (держатель) опциона решает его исполнить. Покупатель имеет право исполнить опцион, т.е. купить или продать базисный актив, только по той цене, которая зафиксирована в контракте. Она называется ценой исполнения.

Цена опциона определяется с учетом таких факторов, как уровень цены рыночного инструмента, являющегося базисным активом опциона, ее устойчивость, а также срок реализации опциона.

Если инвестор уверен в своих прогнозах относительно будущего развития событий на рынке, он может заключить фьючерсный контракт. Однако при ошибочных прогнозах или случайных отклонениях в развитии конъюнктуры инвестор может понести большие потери. Чтобы ограничить свой финансовый риск, вкладчик может обратиться к опционным контрактам: они позволяют инвестору ограничить свой риск только определенной суммой, которую он теряет при неблагоприятном исходе событий; напротив, его выигрыш потенциально может быть любым.

Опционные контракты представляют собой производные инструменты, в основе которых лежат различные активы. По сравнению с фьючерсными контрактами диапазон базисных активов опционов шире, так как в основе опционного контракта может лежать и фьючерсный контракт. Опционные контракты используются как для извлечения спекулятивной прибыли, так и для хеджирования.

Опционные контракты заключаются как на биржевом, так и внебиржевом рынках. До 1973 г. в мировой практике существовала только внебиржевая торговля опционами. В 1973 г. образована первая опционная биржа - Чикагская Биржа Опционов.

Внебиржевые контракты заключаются с помощью брокеров или дилеров и не являются стандартными.

Биржевая торговля опционами организована по типу фьючерсной. Ее отличительная особенность - стороны не находятся в одинаковом положении с точки зрения контрактных обязательств. Поэтому покупатель опциона при открытии позиции уплачивает только премию; продавец опциона

обязан внести начальную маржу. При изменении текущего курса базисного актива размер маржи может меняться, чтобы обеспечить гарантии исполнения опциона со стороны продавца. При исполнении опциона расчетная палата выбирает лицо с противоположной позицией и предписывает ему осуществить действия в соответствии с контрактом.

Биржевые опционы являются стандартными контрактами. Помимо прочих условий биржа также устанавливает и цену исполнения опционов. В процессе торговли согласовывается только величина премии опциона.

На один и тот же базисный актив биржа может одновременно предлагать несколько опционных контрактов, которые отличаются друг от друга как ценой исполнения, так и сроками истечения. Все опционы одного вида, на один базисный актив называют опционным классом. Опционы одного класса с одинаковой ценой исполнения и датой истечения контракта образуют опционную серию.

С точки зрения сроков исполнения опционы подразделяются на два типа: американский и европейский. Американский опцион может быть исполнен в любой день до истечения срока действия контракта; европейский - только в день истечения срока контракта.

### 2.2.1. Виды опционов

Как уже было отмечено, существует целый ряд опционов.

А. По форме реализации можно выделить два основных вида опционов.

1) Опционы с физической поставкой заложенных в его основу финансовых инструментов или товара.

Опцион с физической поставкой при исполнении дает его владельцу право купить (колл-опцион) или продать (пут-опцион) установленное в опционе количество базисного актива по оговоренной цене.

Опцион колл предоставляет покупателю право купить в установленные сроки базисный актив у продавца опциона по цене исполнения или отказаться от этой покупки. Инвестор приобретает опцион колл, если ожидает повышения курсовой стоимости базисного актива. Следовательно, опцион колл дает право держателю опциона купить или отказаться от покупки базисного актива. Чтобы лучше понять суть опционной сделки, следует помнить, что она состоит из двух этапов:

- на первом этапе покупатель опциона приобретает право исполнить или не исполнить контракт;
- на втором - он реализует (или не реализует) данное право.

Опцион с расчетом наличными на условиях "спот" дает его владельцу право получить платеж в виде разницы между ценой базисного актива на рынке реального товара на момент исполнения обязательств по опциону и ценой исполнения опциона. Причем опцион колл (опцион на покупку) с расчетом наличными дает право его владельцу получить разницу между стоимостью базисного актива и ценой исполнения опциона, когда стоимость актива при поставке на рынке реального товара выше цены исполнения опциона.

2) Опционы с расчетом наличными на условиях "спот".

Опцион пут (опцион на продажу) дает право получить разницу наличными, когда цена реализации базового актива на рынке реального товара ниже цены исполнения опциона.

Опцион пут предоставляет покупателю опциона право продать в установленные сроки базисный актив по цене исполнения продавцу опциона или отказаться от его продажи. Инвестор приобретает опцион пут, если ожидает падения курсовой стоимости базисного актива.

Выписывая опцион, продавец открывает по данной сделке короткую, а покупатель - длинную позицию. Соответственно, понятия "короткий колл" или "короткий пут" означают продажу опциона колл или пут, а "длинный колл" или "длинный пут" - их покупку.

Б. По времени исполнения опционы подразделяются на такие, которые могут быть реализованы:

- 1) Американский: в любое время до окончания срока его действия;
- 2) Европейский: в течение конкретного периода времени до истечения срока действия;
- 3) Процентный: автоматически до истечения срока действия, когда на рынке, на котором опцион торгуется, сложится ситуация, при которой стоимость лежащих в его основе инструментов в конкретное время торговой сессии выше (для опциона колл) или ниже (для опциона пут) цены его исполнения. Он может быть исполнен так же, как и европейский, в течение конкретного периода времени перед датой прекращения его действия.

В. По соотношению цены исполнения и текущей стоимости заложенных в основу опциона рыночных инструментов.

а) "Без денег". Если рыночная ситуация сложилась таким образом, что для опциона колл цена исполнения выше текущей стоимости заложенных в его основу рыночных инструментов, то такой опцион называется опционом "без денег". Опцион пут становится опционом "без денег" в том случае, когда цена исполнения ниже текущей стоимости заложенных в основу опциона рыночных инструментов. Например, при текущей рыночной цене акции, равной 40 руб., опцион колл с ценой исполнения 45 руб. был бы опционом "без денег" на сумму 5 руб., а опцион пут - на эту же сумму при цене исполнения 35 руб.

б) "В деньгах". В том случае, когда текущая рыночная стоимость заложенных в основу опциона колл финансовых инструментов выше цены исполнения опциона, такой опцион колл называют "в

деньгах". Опцион пут называют "в деньгах", если текущая рыночная стоимость заложенных в его основу инструментов ниже цены исполнения опциона. Например, если бы текущая рыночная цена акции была равна 43 руб., то опцион колл с ценой исполнения 40 руб. был бы "в деньгах" на сумму 3 руб.

в) "За деньги". Термин "опцион за деньги" означает, что текущая рыночная стоимость активов, заложенных в основу опциона, равна цене исполнения.

Г. Варрант

Варрант - это опцион на приобретение определенного числа акций (варрант акций) или облигаций (варрант облигаций) по цене исполнения в любой момент времени до истечения срока действия варранта.

Варранты обычно выпускаются в качестве добавления к какому-либо долговому инструменту, например облигации, чтобы сделать его более привлекательным для инвестора. Иногда варранты могут отделяться от таких активов, и тогда они обращаются самостоятельно.

Варранты отличаются от рассмотренных выше опционов тем, что выпускаются на гораздо более длительный период времени, а некоторые из них могут быть бессрочными. Если исполняется варрант акций, то увеличивается общее число обращающихся акций данной компании, что приводит к снижению прибыли на акцию и цены акции. При исполнении варранта облигаций компания увеличивает размеры своей задолженности вследствие выпуска дополнительного числа облигаций. Поскольку эмитент сам определяет условия выпуска своих бумаг, то условия варранта могут предусматривать обмен варранта как на облигацию, вместе с которой он был эмитирован, так и на иную облигацию.

В качестве разновидностей данных бумаг в мировой практике эмитируются варранты, по которым предусматривается начисление процентов; варранты, дающие право приобрести облигацию в иной валюте, чем облигация, с которой они были выпущены. Кроме того, варрант может быть эмитирован самостоятельно, без привязки к облигации. Варрант акций может быть привлекательным в связи с тем, что в случае существенного роста курса акций, он дает возможность приобрести ее по более низкой цене.

### 2.2.2. Условия исполнения опционов

Большинство опционов имеет стандартные условия по видам базисного актива, сроку действия и цене исполнения. Это относится к опционам как колл, так и пут, с физической поставкой базисного актива или с расчетом наличными, с условиями автоматического исполнения или с иными правилами регулирования расчетов.

Опционы с одинаковыми условиями называются идентичными, они образуют опционные серии. Стандартизация условий обращения делает опционы более доступным финансовым инструментом для вторичного рынка. Продавая и покупая опцион одной серии, инвестор может закрыть свою позицию по такому опциону в любое время функционирования вторичного опционного рынка, на котором торгуется эта серия опционов.

В некоторых случаях опционы одной серии могут торговаться на нескольких опционных рынках одновременно, тогда они называются множественно обращающимися опционами. Опционы США, торгуемые на рынках других государств, называют интернационально обращающимися опционами. И те и другие могут быть куплены или проданы обычным путем; позиции по ним могут быть ликвидированы компенсирующими сделками закрытия на любом из опционных рынков, где они обращаются. Что касается премии за идентичные множественно и интернационально обращающиеся опционы одной и той же серии, то она может быть разной в одно и то же время на различных рынках из-за воздействия на торговлю рыночных факторов.

Биржа может прекратить регистрацию новых опционов на какой-либо базисный актив, а при определенных обстоятельствах - установить ограничения на сделки, открывающие новые позиции по ранее обращавшейся на бирже серии опционных контрактов. Такая ситуация возможна, если на опционном рынке:

- прекращается спрос на базисный актив опциона;
- условия обращения опциона приходят в противоречие с требованиями национального законодательства;
- биржа приняла решение о прекращении торговли конкретной серией опционов.

Тем не менее обращение подобной опционной серии должно быть продолжено по крайней мере на одной торговой площадке, торгующей подобными опционами, до последнего дня их использования.

### 2.2.3. Организация опционной торговли

На рынках срочных контрактов опционы торгуются как в течение рабочего дня, например на американских фондовых биржах, так и в течение короткого периода времени по его окончании. Однако такой порядок соблюдается не всегда. При торговле опционами на иностранную валюту торговые сессии могут проводиться вечером и ночью. Более того, при возникновении необычных ситуаций на рынке торговля опционами может быть продлена на более длительное время. Торговля опционами с

заканчивающимся сроком исполнения может закрываться раньше торговли другими опционами. Продолжительность отведенного для торговли опционами времени может периодически меняться.

Торговля лежащим в основе опционов базисным активом не обязательно осуществляется в рамках нормальной биржевой сессии. Например, опционы на валюту или долговые бумаги торгуются на международных рынках фактически круглосуточно, а лежащие в основе опционов акции могут торговаться на рынках других стран, когда, допустим, рынки США закрыты, а на некоторых из них - в течение какого-то времени после закрытия нормального торгового дня.

Для подтверждения факта приобретения опциона или владения им не применяют сертификаты или иные документы. Выступая на рынке в качестве покупателей или продавцов опционов, инвесторы полагаются на подтверждения и заявления, получаемые от своих брокерских фирм. Гарантией исполнения обязательств по опционам служат правила, принятые на опционном рынке. Продавцы опционов должны выполнять свои обязательства согласно системе принятых правил. Поскольку в каждую опционную сделку вовлекаются как покупатель, так и продавец, то в целом права покупателя опциона, основанные на правилах торговли срочными контрактами, не вступают в противоречие с обязанностями опционного продавца, определяемыми той же системой правил.

Чтобы реализовать опцион, его владелец должен дать соответствующее поручение своей брокерской фирме до момента прекращения ей операций по исполнению опционов. Каждый покупатель должен учитывать этот порядок и знать правила и сроки проведения операций брокерской фирмой по каждому виду опциона, который он может приобрести.

В отношении большинства видов опционов покупатель должен проверять, приняты ли меры по их исполнению. Однако для процентных и определенных опционов с расчетом наличными исполнение обеспечивается автоматически в особом режиме.

Обычно правилами опционных рынков ограничивается общее количество опционов пут и колл с одинаковыми инструментами в качестве базисного актива. Это делается для того, чтобы индивидуальные инвесторы или группы инвесторов имели возможность выполнить свои обязательства по опционам.

Операции с опционами рискованны, поэтому важным элементом рынка является организация, регулирующая его функционирование и выполнение участниками рынка обязательств друг перед другом. В США этот рынок регулирует Опционная клиринговая корпорация (ОКК). ОКК - единственный эмитент всех опционов на ценные бумаги, регистрируемых на Чикагской опционной бирже, на четырех других биржах США и Национальной ассоциацией дилеров по ценным бумагам. Через ОКК производятся расчеты по всем опционным сделкам на Чикагской опционной бирже. Как эмитент всех опционов, ОКК по существу выступает в качестве противоположной стороны каждой опционной сделки. Поскольку ОКК является покупателем для каждого продавца и продавцом для каждого покупателя, это позволяет опционным трейдерам продавать опционы на вторичном рынке без выявления первоначальной стороны сделки (райтера).

На американском рынке срочных контрактов система правил Опционной клиринговой корпорации построена таким образом, что исполнение всех опционов осуществляется между ОКК и группой фирм, называемых членами Клиринговой корпорации, которые учитывают позиции покупателей и продавцов опционов на их счетах в ОКК. Как отмечают Л.А. Чалдаева и А.А. Киячков\*(111), чтобы получить статус члена Клиринговой корпорации, фирма должна:

- 1) отвечать определенным финансовым требованиям;
- 2) обеспечивать ОКК соответствующими инструментами для позиций, занимаемых продавцами опционов;
- 3) участвовать в фондах ОКК, чтобы гарантировать защиту корпорации от финансовых потерь при ошибках членов Клиринговой корпорации.

Гарантии членов Клиринговой корпорации по выполнению обязательств продавцами опционов, их финансовая дееспособность, обеспечение ОКК необходимым количеством рыночных инструментов, обязательства клиринговых корпораций-корреспондентов и фонды ОКК - все это образует систему ОКК, обеспечивающую гарантированное исполнение опционов.

При исполнении опциона ОКК уведомляет об этом члена Клиринговой корпорации, чей счет в ОКК отражает продажу опциона этой серии. Член Клиринговой корпорации может, в свою очередь, проинформировать об исполнении опциона своего клиента, являющегося продавцом, который после получения уведомления должен исполнить обязательства по опциону, т.е. продать (в случае продажи опциона колл) или купить (в случае продажи опциона пут) лежащий в основе опциона базовый актив по цене исполнения, а в случае опциона с расчетом наличными - уплатить необходимую сумму.

### **2.3. Рынок свопов**

Своп - это соглашение между двумя контрагентами об обмене в будущем платежами в соответствии с определенными в контракте условиями. В строгом смысле слова, своп нельзя отнести непосредственно к рынку ценных бумаг, так как в его основе не лежит какая-либо ценная бумага.

В современных условиях свопы обычно организуются финансовыми посредниками. Часто

посредник заключает соглашение с одной компанией, а после этого ищет другую компанию для заключения офсетного свопа. Свопы заключаются на внебиржевом рынке, поэтому гарантию их исполнения для участвующих компаний обеспечивает финансовый посредник. Если одна из сторон не сможет выполнить свои обязательства, их выполнение возьмет на себя финансовый посредник. Кроме того, поскольку часто финансовый посредник самостоятельно ищет своих контрагентов по свопу, они не будут знать компанию, которая занимает противоположную ветвь свопа. Поэтому в свопах риски будут возникать главным образом для посредника.

Возможны два вида риска - рыночный риск, т.е. риск изменения конъюнктуры в неблагоприятную для посредника сторону, и кредитный риск, т.е. риск неисполнения своих обязательств одним из участников свопа. Когда посредник заключает своп с одним из участников, возникает рыночный риск в силу возможного изменения процентных ставок или валютного курса в неблагоприятную для него сторону. Данный риск можно хеджировать с помощью заключения противоположных сделок, например, на форвардном или фьючерсном рынках. Посредник поступает таким образом на период времени, пока не организует офсетный своп для первого контракта.

После того как посредник заключил противоположные свопы с двумя компаниями, он исключил рыночный риск. Однако он остается подвержен кредитному риску, который невозможно хеджировать. В связи с этим посреднику важно определить степень платежеспособности участников свопа и, кроме того, оценить, в отношении с какой из сторон свопа у него скорее сохранится положительное сальдо. Степень кредитного риска уменьшается по мере приближения времени окончания свопа.

### 2.3.1. Виды свопов

#### **Процентный своп**

Процентный своп состоит в обмене долгового обязательства с фиксированной процентной ставкой на обязательство с плавающей ставкой. Участвующие в свопе лица обмениваются только процентными платежами, но не номиналами. Платежи осуществляются в единой валюте. По условиям свопа стороны обязуются обмениваться платежами в течение определенного времени; обычно период действия свопа колеблется от двух до пятнадцати лет. Одна сторона уплачивает суммы, которые рассчитываются на базе твердой процентной ставки от номинала, зафиксированного в контракте, а другая сторона - суммы согласно плавающему проценту от данного номинала. В качестве плавающей ставки в свопах часто используют ставку LIBOR (London Interban Offer Rate). LIBOR - это ставка межбанковского лондонского рынка по привлечению средств в евровалюте. Она является плавающей и пересматривается при изменении экономических условий. LIBOR выступает в качестве справочной плавающей ставки при заимствовании на международных финансовых рынках. Ставка LIBOR рассчитывается на базе 360 дней.

Лицо, которое осуществляет фиксированные выплаты по свопу, обычно называют покупателем свопа; лицо, осуществляющее плавающие платежи, - продавцом свопа. С помощью свопа участвующие стороны получают возможность обменять свои твердопроцентные обязательства на обязательства с плавающей процентной ставкой, и наоборот. Желание осуществить такой обмен может возникнуть, например, в силу того, что сторона, выпустившая твердопроцентное обязательство, ожидает падения в будущем процентных ставок и поэтому в результате обмена фиксированного процента на плавающий получит возможность снять с себя часть финансового бремени по обслуживанию долга. С другой стороны, компания, выпустившая обязательство под плавающий процент и ожидающая в будущем роста процентных ставок, сможет избежать увеличения своих выплат по обслуживанию долга за счет обмена плавающего процента на фиксированный. Поскольку участники экономических отношений по-разному оценивают будущую конъюнктуру, и возникают возможности осуществления таких обменов. В то же время привлекательность процентного свопа состоит не столько в возможности застраховаться от неблагоприятного изменения в будущем процентных ставок, сколько в возможности эмитировать задолженность под более низкую процентную ставку.

Изначально цель создания процентного свопа состояла в том, чтобы воспользоваться арбитражными возможностями между рынком твердопроцентных облигаций и краткосрочным кредитным рынком, который характеризуется плавающей ставкой. Такие возможности возникают в связи с различной оценкой кредитного риска заемщиков на этих рынках.

#### **Валютный своп**

Другой распространенной разновидностью свопа является валютный своп, представляющий собой обмен номинала и фиксированного процента в одной валюте на номинал и фиксированный процент в другой валюте. Иногда реального обмена номинала может не происходить. Осуществление валютного свопа может быть обусловлено несколькими причинами, например валютными ограничениями по конвертации валют, желанием устранить валютные риски или стремлением выпустить облигации в валюте другой страны в условиях, когда иностранный эмитент в ней плохо известен и поэтому рынок данной валюты напрямую для него недоступен.

### Своп активов

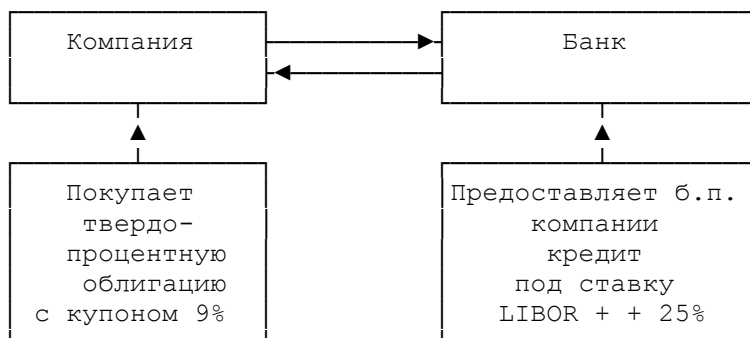
Своп активов состоит в обмене финансовыми активами с целью создания синтетического актива, который бы принес более высокую доходность. Например, Компания может купить твердопроцентную облигацию с доходностью 9% или бумагу с плавающим купоном, доходность которой равна ставке LIBOR. Банк имеет возможность предоставить кредит по твердой ставке 9% или кредит под ставку LIBOR + 0,25% (т.е. приобрести долговое обязательство клиента, которому он выдает кредит).

Компания, руководствуясь своими прогнозами, желала бы приобрести бумагу с плавающей ставкой, однако более высокой, чем LIBOR. В свою очередь, Банк желал бы предоставить кредит по твердой ставке, но превышающей 9%. Как следует из табл. 7, между дельтами фиксированных и плавающих ставок активов, которые могут приобрести Компания и Банк, имеется разница. Это говорит о том, что существуют относительные преимущества.

Компания обладает относительным преимуществом по сравнению с банком купить твердопроцентную облигацию, так как дельта в доходности активов по твердым ставкам между компанией и Банком равна нулю, в то время как по плавающей ставке компания проигрывает банку в доходности 0,25%. Банк обладает относительным преимуществом по сравнению с Компанией приобрести актив с плавающей ставкой, так как на рынке твердопроцентных активов доходность для Банка и Компании одинакова, а на рынке активов с плавающей ставкой она выше на 0,25%. Общий выигрыш, который могут реализовать Банк и Компания по увеличению доходности своих активов, равен 0,25%. Допустим, он делится следующим образом: Банк должен получить 0,1%, а компания - 0,15%. Компания покупает твердопроцентную облигацию с купоном 9%, а банк предоставляет кредит под ставку LIBOR + 0,25%.

|  | Компания А | Банк  | Дельта между ставками |
|--|------------|-------|-----------------------|
| Твердая ставка   | 9%         | 9%    | 0%                    |
| Плавающая ставка   | LIBOR      | LIBOR | 0,25%                 |
| Разность между дельтами фиксированных и плавающих ставок |            |       | 0,25%                 |

После этого они заключают своп активов.



Компания хотела бы получить в итоге LIBOR + 0,15%. По облигации ей выплачивается купон 9%. Поэтому она переводит банку  $9\% - 0,15\% = 8,85\%$ .

Банк переводит компании ставку LIBOR.

Поступления и платежи компании:

- 1) получает по облигации купон 9%;
- 2) уплачивает банку 8,85%;
- 3) получает от банка LIBOR.

В итоге - получает LIBOR+0,15%.

В результате компания А синтезировала актив с плавающей процентной ставкой, который приносит ей доходность на 0,15% выше, чем прямое приобретение бумаги с плавающей ставкой.

В свою очередь, банк:

- 1) получает от заемщика ставку LIBOR 0,25%;
- 2) получает от компании А 8,85%;
- 3) уплачивает компании А LIBOR.

В итоге - получает 9,1%



Таким образом, банк синтезировал твердопроцентный актив с доходностью 9,1%. Он на 0,1% выше доходности облигации с купоном 9%, которую мог бы напрямую купить банк.

В данном примере банк и компания в совокупности увеличили доходности по желаемым инструментам на 0,25%, т.е. на величину дельты между разностями твердых и плавающих ставок.

### **Товарный своп**

В современных условиях получили развитие товарные свопы. Их суть сводится к обмену фиксированных платежей на плавающие, величина которых привязана к цене определенного товара. Их построение аналогично процентному свопу, где фиксированные платежи обмениваются на плавающие.

Значительному росту товарных свопов способствовало усиление нестабильности на товарных рынках, и в первую очередь на рынках энергоносителей. Это привело к росту биржевой торговли срочными товарными контрактами. Привлекательность товарных свопов по сравнению с биржевыми контрактами состоит в следующем: биржевые контракты не являются долгосрочными и позволяют хеджировать позиции участников экономических отношений только на какой-либо один момент времени. Товарные же свопы могут заключаться на длительный период и фиксировать определенный уровень цены для ряда моментов времени в будущем.

### **Иные виды свопов**

Как уже отмечалось, своп - это соглашение об обмене платежами; в контракте стороны могут согласовать любой удобный им порядок обмена. В результате возникают различные модификации свопов:

- базисный своп предполагает обмен суммами, которые рассчитываются на базе различных плавающих процентных ставок, например трехмесячной ставки LIBOR и ставки по казначейским векселям;
- амортизируемый своп предполагает уменьшение номинала во времени;
- возрастающий своп предполагает рост номинала во времени;
- отложенный, или форвардный, своп содержит условие о том, что стороны будут обмениваться процентными платежами, начиная с некоторой даты в будущем;
- круговой своп предполагает обмен твердопроцентных платежей в одной валюте на плавающие платежи в другой валюте;
- продлеваемый своп дает одной стороне право (опцион) на продление срока действия свопа сверх установленного периода;
- прекращаемый своп дает одной стороне (право) опцион сократить срок действия свопа;
- в индексном свопе суммы платежей привязываются к значениям индекса, например индекса потребительских цен, индекса акций или облигаций;
- в свопе с нулевым купоном твердопроцентные платежи возрастают по сложному проценту в течение действия свопа, а уплата всей суммы осуществляется по окончании свопа.

Разновидностью свопа является опционный своп. Он представляет собой опцион на своп, обычно европейский. Опционный своп колл дает право уплатить фиксированную и получить плавающую ставку. Опцион пут дает право уплатить плавающую и получить фиксированную ставку. Покупатель опциона платит продавцу премию. При исполнении опциона покупатель и продавец становятся сторонами свопа. Опцион колл будет исполняться при росте процентных ставок, так как в этом случае фиксированная ставка окажется меньше плавающей; опцион пут будет исполняться при падении ставок, так как в такой ситуации плавающая ставка окажется меньше фиксированной ставки.

## **2.4. Форвардный контракт**

Форвардный контракт - это соглашение между сторонами о будущей поставке базисного актива. Все условия сделки оговариваются в момент заключения договора. Исполнение контракта происходит в соответствии с данными условиями в назначенные сроки.

Заключение контракта не требует от контрагентов каких-либо расходов (мы не принимаем здесь в расчет возможные комиссионные, связанные с оформлением сделки, если она заключается с помощью посредника).

Форвардный контракт заключается, как правило, в целях осуществления реальной продажи или покупки соответствующего актива и страхования поставщика или покупателя от возможного неблагоприятного изменения цены. Контрагенты страхуются от неблагоприятного развития событий, однако они также не могут воспользоваться возможной благоприятной конъюнктурой.

Несмотря на то, что форвардный контракт предполагает обязательность исполнения, контрагенты не застрахованы от его неисполнения в силу, например, банкротства или недобросовестности одного из участников сделки. Поэтому до заключения сделки партнерам следует выяснить платежеспособность и репутацию друг друга.

Форвардный контракт может заключаться с целью игры на разнице курсовой стоимости активов. Лицо, открывающее длинную позицию, рассчитывает на рост цены базисного актива, а лицо,

открывающее короткую позицию, - на понижение его цены.

По своим характеристикам форвардный контракт - это контракт индивидуальный. Поэтому вторичный рынок форвардных контрактов на большую часть активов не развит или развит слабо. Исключение составляет форвардный валютный рынок.

При заключении форвардного контракта стороны согласовывают цену, по которой будет исполнена сделка. Эта цена называется ценой поставки. Она остается неизменной в течение всего времени действия форвардного контракта.

В связи с форвардным контрактом возникает еще понятие форвардной цены. Для каждого момента времени форвардная цена для данного базисного актива - это цена поставки, зафиксированная в форвардном контракте, который был заключен к этому моменту.

#### 2.4.1. Правовая природа и виды форвардных контрактов

Остановимся более подробно на правовой характеристике форвардных сделок. Как уже было отмечено, форвардная сделка предполагает, как правило, в качестве результата реальную поставку товара. "Предметом форвардных биржевых сделок является реальный товар, т.е. вещи, имеющиеся в наличии"\*(112). При этом ссылка на реальность товара не должна ограничивать право продавца на заключение договора о продаже товара, который будет создан или приобретен продавцом в будущем в порядке п. 2 ст. 455 ГК РФ.

Исполнение по форвардной сделке происходит через определенный срок после ее заключения. Основной целью такой отсрочки исполнения обязательств по поставке и расчетам по форвардной сделке является "страхование от изменения курсов валют, стоимости товара и т.д. При этом побочной целью может быть также получение спекулятивной прибыли"\*(113).

Форвард - отличное средство страхования прибыли. В момент заключения этой сделки фиксируются существенные условия контракта - такие как срок, количество товара, его цена, - но до наступления определенного срока поставка не производится. Такое страхование рисков называется, как было отмечено выше, хеджированием. Стоимость товара по форвардным сделкам отличается от его стоимости по кассовым сделкам. Она может определяться как на момент заключения контракта, так и на момент расчетов или поставки. Ценой исполнения по форвардной сделке (определяемой на момент ее исполнения) служит, как правило, среднее биржевое значение цены на товар. Форвардная стоимость является результатом оценки участниками биржевых торгов всех факторов, влияющих на рынок, и перспектив развития событий на нем\*(114).

В процессе формирования финансового рынка произошло разделение форвардных сделок по принципу поставки на поставочные форвардные контракты (поставочные форварды) и расчетные форвардные контракты (беспоставочные форварды). По поставочным форвардам поставка предполагается изначально, а взаиморасчеты производятся путем уплаты одной стороной другой стороне образовавшейся разницы в цене товара или заранее определенной денежной суммы в зависимости от условий договора\*(115).

При операциях с расчетными форвардными контрактами поставки товара (базового актива) не происходит и изначально не предусматривается. Такая сделка предусматривает уплату проигравшей стороной определенной денежной суммы разницы между ценой, оговоренной контрактом, и ценой, фактически сложившейся на рынке на определенную дату. Расчет этой суммы (вариационной маржи) происходит на заранее назначенную дату, обычно по отношению к биржевой цене базиса поставки.

#### 2.4.2. Определение форвардной цены

С точки зрения теории, в вопросе определения форвардной цены можно выделить две концепции. Первая состоит в том, что форвардная цена возникает как следствие будущих ожиданий участников срочного рынка относительно будущей цены спот. Вторая концепция строится на арбитражном подходе.

В соответствии с положениями первой концепции, участники экономических отношений пытаются учесть и проанализировать всю доступную им информацию относительно будущей конъюнктуры и определить будущую цену спот. Арбитражный подход строится на технической взаимосвязи между форвардной и текущей спотовой ценами, которая определяется существующей на рынке ставкой без риска. В его основе лежит положение о том, что инвестор, с точки зрения финансового решения, должен быть безразличен в вопросе приобретения базисного актива на спотовом рынке сейчас или по форвардному контракту в будущем. В течение действия форвардного контракта дивиденды по акции могут либо выплачиваться, либо нет. Если на акцию выплачивается дивиденд в течение действия форвардного контракта, то форвардную цену необходимо скорректировать на его величину, так как, приобретая контракт, инвестор не получит дивиденд. Кроме того, существует понятие форвардной цены валюты, основанной на так называемом паритете процентных ставок, смысл которого заключается в том, что инвестор должен получать одинаковый доход от размещения средств под процент без риска как в национальной, так и иностранной валюте. Оба варианта должны принести инвестору одинаковый

результат. В противном случае возникнет возможность совершить арбитражную операцию.

### 2.4.3. Сделки РЕПО

#### **Операции РЕПО и обратного РЕПО**

В настоящее время широкое распространение получили договоры с обязательством обратного выкупа, именуемые "РЕПО". Существо их заключается в том, что хозяйствующий субъект (как правило, кредитная организация) приобретает какое-либо имущество и одновременно, обычно в том же договоре, обязуется продать то же имущество продавцу по первому договору. Формально такая сделка представляет собой два договора купли-продажи, отличающихся друг от друга лишь ценой (в договоре обратного выкупа она выше цены первого договора), а также сроками передачи имущества и денежного возмещения\*(116).

По сути, в такой сделке уплата покупной цены по первому договору равнозначна выдаче кредита, разница между ценой первого и ценой второго договоров - плате за пользование банковским кредитом, а временной интервал между сроками платежа за товар по первому и второму договорам - сроку кредитования. Имущество же, выступающее в качестве предмета договора купли-продажи, выполняет функцию обеспечения возврата кредита, аналогичную той, которую выполняет залог. Договором, как правило, устанавливается, что в случае неуплаты покупной цены (то есть фактически невозвращения "кредита" в срок) банк может отказаться от договора и распорядиться имуществом по своему усмотрению.

РЕПО представляет собой краткосрочные операции, от однодневной (overnight) до сроком в несколько недель. С помощью РЕПО дилер может финансировать свою позицию для приобретения ценных бумаг.

Существует понятие "обратное РЕПО". Это соглашение о покупке бумаг с обязательством продажи их в последующем по более низкой цене. В данной сделке лицо, покупающее бумаги по более высокой цене, фактически получает их в ссуду под обеспечение денег. Второе лицо, предоставляющее кредит в форме ценных бумаг, получает доход (процент за кредит) в сумме разницы цен продажи и выкупа бумаг.

Теперь остановимся более подробно на правовой характеристике данного вида сделок. Согласно п. "г" ч. 2 инструкции ЦБ РФ "Об установлении открытой валютной позиции и контроле за их соблюдением уполномоченными банками РФ" от 22 мая 1996 г. N 41, как уже было отмечено, "сделка РЕПО - это сделка по продаже (покупке) ценных бумаг с обязательством последующего выкупа (продажи) через определенный срок по заранее оговоренной цене". Сделка РЕПО состоит из кассовой и срочной частей: сделок прямой и обратной купли-продажи.

Центральным банком было предложено следующее определение сделки РЕПО: это "соглашение о покупке/продаже ценных бумаг с последующей обязательной продажей/покупкой по цене, определяемой в момент покупки/продажи.

Некоторые формы залога, известные истории права, а также теории и практике зарубежных правовых систем, предполагают переход к залогодержателю права собственности на предмет залога\*(117). Однако стремление правоприменителей обойти требования законодательства о невозможности перехода залогодержателю права собственности на предмет залога порождают явления, с трудом укладывающиеся в рамки обычного правового регулирования и влекущие сложности при их юридической квалификации. Иными словами, борьба за "чистоту теории" сталкивается с потребностями гражданского оборота\*(118).

Существуют и так называемые "прямые РЕПО" и РЕПО типа "продажи обратной покупки" ("покупки обратной продажи"). В отличие от РЕПО типа "продажи обратной покупки" "прямые РЕПО" совершаются сторонами только при наличии генерального соглашения между ними об осуществлении сделок РЕПО. Такое соглашение четко определяет права, ответственность сторон и порядок расчетов между ними по сделкам. В "прямом" РЕПО процентный доход по сделке явно выделяется. "Прямые" РЕПО охватывают как сделки с поставкой ценных бумаг, так и сделки без поставки ценных бумаг, обычно называемые РЕПО "у своего депозитария"\*(119).

Нормативно-правовое регулирование этого института финансового рынка достаточно фрагментарно и разрозненно. Так, размещение государственных облигаций посредством заключения сделок РЕПО регулируется Временным порядком проведения операций РЕПО с облигациями Банка России, утвержденным указанием ЦБ РФ от 5 октября 1998 г. N 374-у\*(120).

Сделки РЕПО - предоставляют хозяйствующим субъектам кредитовать своих контрагентов при условии получения высоколиквидных залогов. Такие операции, получившие общемировое признание в качестве мобильного финансового инструмента, использовались для того, чтобы, во-первых, обойти ограничения, связанные с особой правосубъектностью кредитных организаций, и, во-вторых, не использовать громоздкую и неэффективную систему залога, принятую в российском праве\*(121). По мнению Л.Г. Ефимовой, сделка РЕПО является разновидностью договора купли-продажи и "объединяет не только собственно куплю-продажу, но и предварительный договор о продаже ценных бумаг... через определенное время по заранее установленной цене"\*(122).

Необходимо заметить, что сделка обратного РЕПО не может однозначно толковаться в качестве предварительного договора. Договор купли-продажи ценных бумаг является не реальным, а консенсуальным, для заключения которого достаточно одного согласия. Однако если предмет договора не может быть передан в момент совершения сделки, то ничто не мешает заключить обычный договор купли-продажи, подряда, возмездного оказания услуг и т.п., указав в нем в качестве срока исполнения определенный момент времени в будущем. Учитывая, что существенные условия договора купли-продажи и сделки РЕПО известны, как правило, в момент заключения договора, заключение обратной купли-продажи в форме предварительного или основного договора зависит от воли самих сторон, сформулированной в предмете договора. Сама же сделка по обратной купле-продаже акций вполне может считаться форвардной.

В настоящее время, рассматривая споры, вытекающие из сделок РЕПО, суды обычно квалифицируют их как притворные сделки, прикрывающие собой залог. Аргументы противников таких сделок были сформулированы в ряде постановлений ВАС РФ: N 6202/97, 7045/97\*(123) и 1171/98\*(124) от 6 октября 1998 г.

При этом очевидно, что сделка РЕПО не является способом обеспечения обязательств, таким, например, как залог. Сделка РЕПО имеет самостоятельную юридическую природу, и каждая ее часть (и кассовая, и срочная) может быть типовым договором купли-продажи. Однако, как правило, в таких сделках воля сторон направлена не на получение эквивалента проданного имущества, а, как отмечалось выше, разницы между ценой первоначального и обратного договоров купли-продажи. Любой из этих договоров вне связи с другим ценности для субъектов не представляет. Ценные бумаги, проданные по кассовому договору и купленные по срочному, исполняют роль обеспечения обязательств сторон или же иного, чем деньги, стоимостного эквивалента предмета обязательств\*(125). Подобное же объяснение необходимости сделок РЕПО дается и в экономической литературе. Так, И.Т. Балабанов замечает, что "эти операции по существу представляют собой залог ценных бумаг при получении кредита в банке под определенный процент", а сами сделки "представляют собой единые договоры"\*(126).

В то же время М. Масленников отмечает, что "договоры, заключенные по типу РЕПО, не направлены на прикрытие договоров кредита и залога. Они заключаются совсем с иной целью, а именно с целью игры на колебании курса акций. Следует учитывать, что сделки РЕПО получили широкое распространение в межбанковской деятельности, на валютном и фондовом рынках. Это объясняется тем, что, являясь по сути спекулятивными, они выполняют две очень важные функции: привлекают на рынок дополнительные финансовые средства и уменьшают риски участников биржевых торгов. Кроме того, договоры РЕПО предусмотрены в ряде актов Правительства и ЦБ России"\*(127). Подобная формулировка М. Масленникова о "спекулятивном" характере таких сделок представляется довольно знакомой в сфере квалификации расчетно-форвардных контрактов, которым судами по ряду дел отказывалось в предоставлении судебной защиты именно по основанию спекулятивного характера данной сделки. Ссылки же в подзаконных актах на ту или иную сделку, как было указано, не влияют на позицию судов по данному вопросу.

Остановимся более подробно на соотношении сделок РЕПО и договоров залога и, как следствие, определим более четко критерии, позволяющие квалифицировать данный вид сделок в качестве притворных.

### **Соотношение сделок РЕПО и залога как способа обеспечения исполнения обязательства**

Формально сделка РЕПО - это совокупность двух договоров купли-продажи. Однако если анализировать ее сущность исходя не только из буквального толкования текста договора, но и из целей и существа действий, которые преследовались и совершались сторонами, то следует признать, что цель сделки - не продажа имущества, а временное предоставление финансовых средств "под уступку права собственности на имущество" или "под залог" имущества.

Как уже было отмечено, с позиций судебной практики такого рода сделки неприемлемы. Так, изначально пленумы ВС РФ и ВАС РФ в абз. 2 п. 46 известного постановления от 01.07.96 N 6/8 "О некоторых вопросах, связанных с применением части первой ГК РФ"\*(128) категорично указали, что действующее законодательство "не предусматривает возможность передачи имущества, являющегося предметом залога, в собственность залогодержателя". Всякие соглашения, предусматривающие такую передачу, являются ничтожными, за исключением тех, которые могут быть квалифицированы как отступное или новация обеспеченного залогом обязательства (ст. 409, 414 ГК РФ). В дальнейшем постановлением Президиума ВАС РФ от 6 октября 1998 г. N 6202/97 (а также последующими - N 7045/97 и 1171/98) было установлено, что, заключая договор купли-продажи акций (сделку РЕПО) в обеспечение кредитного договора, стороны имели в виду залог, а не передачу акций в собственность друг друга на основании договоров купли-продажи, и следовательно, договор купли-продажи акций является ничтожным вследствие притворности согласно ст. 170 ГК РФ.

Совершенно очевидно, что арбитражные суды исходят из ошибочной предпосылки о том, что любая сделка, по внешним признакам схожая с залогом, таковым и является. При этом не принимается во внимание принцип свободы договора (ст. 421 ГК РФ). Таким образом, нарушается общее правило "разрешено все то, что прямо не запрещено". Кроме того, судом, по нашему мнению, была здесь

применена аналогия закона - что в силу ст. 6 ГК РФ допускается, лишь если отношения четко не урегулированы сторонами договора и отсутствует применимый к данным отношениям обычай делового оборота. Думается, что в отношении сделок РЕПО вполне допустимо говорить о наличии обычая делового оборота, учитывая, во-первых, что такие сделки широко применяются на практике, и во-вторых, что правила о них предусмотрены в актах Центрального банка РФ (Приказ от 24 октября 1997 г. N 02-469 "Об утверждении Указаний "О порядке составления и представления отчетности кредитными организациями в Центральный банк Российской Федерации"\*[\(129\)](#); Указание ЦБ РФ от 17 сентября 1999 г. N 639-У "О внесении изменений и дополнений в Положение "Об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных бескупонных облигаций"; Положение ЦБ РФ "О порядке заключения и исполнения сделок РЕПО с государственными ценными бумагами РФ" от 25 марта 2003 г. N 220-П)\*[\(130\)](#).

Кроме того, в ст. 329 ГК РФ установлено, что исполнение обязательств может обеспечиваться другими способами, предусмотренными законом или договором, помимо перечисленных в названной ст. (залог, поручительство и т.д.). Представляется, что сделка РЕПО является самостоятельным, не поименованным в ГК РФ способом обеспечения исполнения обязательств.

Даже если считать, что целью кредитной организации не является приобретение права собственности на такое "покупаемое" имущество, то применение к сделке РЕПО п. 2 ст. 170 ГК РФ весьма спорно. Дело в том, что стороны не имели в виду заключение договора о залоге, поскольку если бы они хотели применения правил о залоге (не влекущего перехода к залогодержателю права собственности на заложенное имущество), то и заключили бы договор о залоге. Здесь же воля сторон была направлена именно на установление особого способа обеспечения обязательства, не поименованного в ГК РФ и урегулированного соглашением сторон и обычаями делового оборота.

Действительно, данный способ обеспечения похож на залог с передачей заложенного имущества залогодержателю. Однако единственным критерием, который позволял бы квалифицировать "обеспечивающее" РЕПО в качестве скрытого залога, является предмет сделки. И в том и в другом случае предметом сделки выступает имущество заемщика, иное, чем денежные средства. Во всем остальном эти сделки имеют существенные различия\*[\(131\)](#).

Г.В. Мельничук по этому вопросу указывает следующее: "Сама по себе сделка РЕПО не является способом обеспечения обязательств, таким, например, как залог. Сделка РЕПО имеет самостоятельную юридическую природу, и каждая ее часть (и кассовая, и срочная) может быть типовым договором купли-продажи. Однако, как правило, в таких сделках воля сторон направлена не на получение эквивалента проданного имущества, а разницы между ценой первоначального и обратного договоров купли-продажи. Любой из этих договоров вне связи с другим ценности для субъектов не представляет. Ценные бумаги, проданные по кассовому договору и купленные по срочному, исполняют роль обеспечения обязательств сторон или же иного, чем деньги, стоимостного эквивалента предмета обязательств"\*[\(132\)](#).

Представляется интересным тот факт, что арбитражно-судебной практикой\*[\(133\)](#) не отрицается существование договора займа-залога, который во многом близок к договорам РЕПО. По условиям такого договора заимодавец передает заемщику денежные средства, последний проводит поиск продавца и по доверенности от заимодавца заключает договор купли-продажи. По заключенным заемщиком договорам купли-продажи заимодавец производит оплату приобретенных товаров со своего расчетного счета: то есть имущество переходит в собственность заимодавца именно в качестве предмета такого своеобразного "залога".

Следует отметить, что сфера применения сделок типа РЕПО не ограничивается только кредитными отношениями, а широко применяется на рынке ценных бумаг, поскольку чаще всего в качестве имущества, используемого в сделке РЕПО, выступают именно ценные бумаги. Это объясняется, по мнению А. Архипова и А. Кучерова\*[\(134\)](#), прежде всего тем, что реализация ценных бумаг освобождается от налогообложения НДС (подп. 12 п. 2 ст. 149 и подп. 10 п. 1 ст. 150 Налогового кодекса Российской Федерации). Существенное значение имеет также исключительная простота совершения сделки в случае с ценными бумагами на предъявителя, а также относительно высокая ликвидность ценных бумаг. Однако установленный в п. 10.3 постановления ФКЦБ от 2 октября 1997 г. N 27 трехдневный срок оформления залога в условиях торговли акциями на бирже является недопустимо длительным. Для решения данной проблемы участники биржевых торгов используют различные правовые механизмы, позволяющие обеспечить обязательства заемщика перед заимодавцем, по сути являющиеся залогом, но не требующим присущей залого регистрации.

Классическим примером такого обеспечения является совершение брокером на основании поручений клиентов сделок купли-продажи ценных бумаг, расчет по которым производится брокером с использованием денежных средств или ценных бумаг, представленных клиенту брокером с отсрочкой их возврата (так называемое маржинальное кредитование).

В силу постановления ФКЦБ РФ от 23 марта 2001 г. N 6, регулирующего порядок совершения подобных сделок, такие операции осуществляются на основании договора между клиентом и брокером, согласно которому клиент принимает на себя обязательство не распоряжаться принадлежащими ему и учитываемыми на счете депо клиента (разделе счета депо) ценными бумагами в части, достаточной для

исполнения обязательств перед брокером и на период до проведения расчетов с брокером по результатам сделок. Брокеру же предоставлены права продажи учитываемых на счете депо клиента ценных бумаг в размере, достаточном для проведения расчетов с клиентом по его обязательствам перед брокером, возникшим вследствие совершения сделок, и распоряжения денежными средствами клиента с целью приобретения ценных бумаг в размере, достаточном для проведения расчетов по возникшим вследствие совершения сделок обязательствам клиента перед брокером по поставке ценных бумаг.

Таким образом, между брокером и клиентом складываются отношения, напоминающие залог бездокументарных ценных бумаг, с оставлением предмета залога у залогодателя, однако таковыми не являющиеся. При этом не требуется оформление залога у реестродержателя (депозитария), что существенно экономит время, а кроме того, заимодавец получает возможность обращения взыскания на предмет обеспечения займа (путем его реализации без согласования с клиентом).

Указанный выше механизм обеспечения имеет определенные недостатки: сделки могут осуществляться только через организаторов торговли (то есть подобные операции на рынке ценных бумаг, не обращающихся на бирже, невозможны); в качестве предмета обеспечения могут выступать только ценные бумаги, установленные отдельным постановлением ФКЦБ РФ; ограничена сумма займа, которую брокер может предоставить клиенту в таком режиме; возникают дополнительные обязанности у брокера-заимодавца (в частности, по открытию отдельной кредитной линии).

Подобные недостатки в значительной мере сужают сферу применения такого псевдозалогового механизма обеспечения прав заимодавца. Но поскольку эта схема предусмотрена нормативным актом, возможность оспаривания таких сделок в судебном порядке минимальная.

Существует и другой способ обеспечения обязательств клиента перед брокером по заемным активам - это выдача брокером клиенту займа под обеспечение ценными бумагами (денежными средствами) клиента путем заключения сделок РЕПО. При реализации подобной схемы исчезают все указанные выше проблемы маржинального кредитования: сделки можно совершать на любую сумму, с любыми ценными бумагами, их можно заключать на неорганизованном рынке ценных бумаг и т.д.

Кроме того, в отличие от классического использования сделок РЕПО для обеспечения обязательств по полученным займам в денежной форме, имеющего место в банковской сфере, целью заключения подобных сделок на рынке ценных бумаг может быть как получение денежных средств, так и получение ценных бумаг (при реализации так называемой технологии шорта: клиент берет займы у брокера ценные бумаги, продает их, дожидается, пока стоимость этих ценных бумаг снизится, затем покупает их по более низкой цене и возвращает брокеру, оставляя себе разницу).

В связи с этим опять же представляется спорной позиция ВАС РФ, отраженная в постановлении Президиума ВАС РФ от 6 октября 1998 г. N 6202/97. Исходя из логики указанного постановления, сделка РЕПО и связанный с нею договор на брокерское обслуживание, заключенный брокером с клиентом, следовало бы понимать как скрытый договор залога, что недопустимо, поскольку:

- продажу полученных по такому договору РЕПО ценных бумаг можно и должно квалифицировать как совершение брокером на основании поручения клиентов сделок купли-продажи ценных бумаг, расчет по которым производится брокером с использованием денежных средств или ценных бумаг, предоставленных клиенту брокером с отсрочкой их возврата в нарушение постановления ФКЦБ РФ N 6 от 23 марта 2001 г., а это чревато для брокера ответственностью вплоть до потери лицензии;

- если квалифицировать подобные сделки РЕПО как скрытый договор займа, то получается, что предметом залога по такому договору являются денежные средства, а это прямо противоречит постановлению Президиума ВАС РФ от 2 июля 1996 г. N 7965/95, в котором указано, что денежные средства не могут быть предметом залога ввиду невозможности их реализации\*(135).

Подводя итог изложенному, стоит отметить, что "настороженное" отношение правоприменительных органов (и в первую очередь судов) к сделкам РЕПО можно объяснить стремлением во что бы то ни стало подвести поведение хозяйствующих субъектов под прямое действие тех или иных законодательных норм.

Государственные органы опасаются допускать в широкий гражданский оборот правовые институты, не имеющие достаточного нормативного регулирования. Поэтому банки и участники рынка ценных бумаг вынуждены проводить подобные операции под свою ответственность, что создает дополнительные риски в их предпринимательской деятельности. А такая ситуация требует как минимум корректировки судебной практики.

## Приложение 2. Историко-правовое развитие института РФК

Отрицательное отношение к сделкам на разницу в XVIII-XIX вв. было характерно для законодательства европейских стран, поскольку эти сделки, как уже было сказано, приравнивались европейскими законодателями к пари.

С возникновением срочных сделок в России также возник вопрос о применении норм об играх и пари к указанным сделкам. Этот вопрос был поставлен еще дореволюционными российскими цивилистами, которым не удалось выработать единого подхода к поставленной проблеме. Единый подход был осуществлен лишь для поставочных срочных сделок, характеризующихся тем, что - в отличие от расчетных срочных сделок, которые исполняются выплатой ценовой разницы между договорной ценой и ценой, сформированной на бирже к моменту исполнения договора, - при поставочных сделках происходит реальная передача предмета договора, и "такие сделки давно и повсеместно признаны обычными предпринимательскими договорами, подлежащими правовой защите независимо от того, названы они прямо в действующем законодательстве или нет"\*(136).

Вышеназванная проблема возникла только по поводу расчетных срочных сделок. Некоторые ученые относились к этим сделкам отрицательно и призывали к признанию их играми и пари. Такой позиции придерживался А.Х. Гольмстен: "Под видом срочных сделок производится азартная биржевая игра, обогащающая без затраты труда и капитала одних и повергающая в нищету других. Приняв колоссальные размеры, она вызвала и неисчислимый ряд бедствий. Влияние ее на общественную нравственность самое разрушительное"\*(137).

Другие авторы придерживались противоположной точки зрения, считая необходимым предоставление исковой защиты прав участников деривативных сделок. Как указывал П. Цитович: "На бирже не играют, а спекулируют, одни успешно, другие нет. На бирже не играют, не держат никаких пари на разность, а спекулируют, т.е. покупают и продают, покупают для того, чтобы перепродать, продают потому, что куплено"\*(138).

Игра и пари еще с римских времен вызывали к себе чрезвычайно осторожное отношение. Требования, возникающие из игр и пари, - так называемые алеаторные (alea - игральная кость, игра в кости) требования, - по римскому праву, в большинстве случаев не получали исковой защиты. Правом защищались только требования, возникшие из пари, заключенных во время "состязаний ради доблести", к которым относились состязания в метании копья или дротика, бега, прыжках, борьбе и кулачном бою. В остальных случаях пари были прямо запрещены сенатусконсультом\*(139).

Ограничения пари и азартных игр вызывались, как следует из текста титула V Дигест "Об игроках в азартные игры", опасением возможных бесчинств и насилия игроков по отношению друг к другу. Вероятность таких бесчинств вытекала из эмоциональной атмосферы игры и состава играющих.

Таковыми же соображениями объясняется то, что Кодекс Наполеона в ст. 1965 лишает требования из игры и пари судебной защиты. Однако, следуя римскому образцу, в ст. 1966 Кодекс делал исключение для "игр, состоящих в упражнении оружием, бега, скачек и бегов, игры в мяч, и других игр такого же рода, требующих ловкости и физических упражнений". Мотивом ст. 1966 является, по-видимому, то, что перечисленные в ней игры составляли предмет увлечения публики, от которой не приходилось ожидать каких-либо непристойностей. Во всяком случае, ничем другим игры, перечисленные в ст. 1966 Кодекса, не отличаются от всех прочих игр.

Параграф 762 Германского гражданского уложения содержит норму: "из игры или на основании пари не возникает обязательства". Параграф 763 гласит: "Договор о лотерее или договор о проведении розыгрыша обязательны к исполнению, если лотерея или розыгрыш разрешены государством. В противном случае применяются предписания параграфа 762".

Отметим, что ст. 2014 т. X ч. I Свода законов Российской империи содержала правило о том, что "заем почитается ничтожным, если по судебному рассмотрению найдено будет... что он произошел по игре или произведен для игры с ведома о том заимодавца". Проведение лотерей в Российской империи требовало специального разрешения властей.

Проект Гражданского уложения, который был подготовлен в России к концу XIX века, содержал ст. 1000, согласно которой "из игры и пари (битья об заклад) не возникает обязательств, подлежащих охране суда". Статья 1004 проекта Гражданского уложения определяла, что между предпринимателем лотереи и лицами, принимающими участие в ее розыгрыше, только в таком случае возникают обязательственные отношения, если лотерея разрешена надлежащей правительственной властью.

Хотя в российском проекте, в отличие от Германского гражданского уложения, нормы о лотерее помещены в отдельную главу, тем не менее очевидно, что в нем лотерея рассматривается как договор, чрезвычайно близкий к пари.

Важно то, что и французское, и германское, и российское законодательство, обеспечивая, в порядке исключения, судебной защитой некоторые игры и пари (лотереи), руководствуется для выделения защищаемых законом игр и пари из числа всех прочих одним и тем же критерием - степенью безопасности этих договоров для общества, малой вероятностью возникновения чрезвычайных ситуаций. Для французского законодателя это гарантирует состав участников игр, для германского и

российского - контроль за проведением лотерей со стороны государства. Следовательно, законодатель обращал внимание не на абстрактную характеристику договора, а на особенности конкретного договора в конкретных обстоятельствах.

Попытка обоснования лишения требований из игр и пари в целом судебной защиты приведены в объяснениях к российскому проекту Гражданского уложения. По мнению авторов объяснений, мотивами этого являются необдуманность и легкомыслие, с которыми стороны вступают в такие отношения; высокая вероятность нечестных приемов игры; развращающее влияние зарабатывания денег без какого-либо труда и усилий, самым "праздным", по выражению Д.И. Мейера, способом\*(140); и, наконец, полная бесполезность этих отношений для государства и общества, отсутствие удовлетворения каких-либо общественно значимых интересов\*(141).

Совершенно очевидно, что при современном уровне развития рынка приведенные обоснования не выдерживают никакой критики.

Отметим также, что одни европейские законодательства первоначально ограничивались тем, что не делали никакого различия между собственно пари и сделками на разницу, другие специально оговаривали их тождество.

В Англии согласно законам об играх 1845 и 1892 гг. все соглашения, в основе которых лежит игра или пари, признавались недействительными; соответственно, суды не вправе защищать вытекающие из них требования. Это правило давало судам основания отказывать в защите любых сделок на разницу.

Кодекс Наполеона ничего специально не говорил о сделках на разницу. Исходя из этого, суды безусловно отказывали в защите требований, вытекающих из таких сделок.

Параграф 764 Германского гражданского уложения к сделкам на разницу применяет правила, относящиеся к игре и пари.

Более того, законодатели европейских стран лишали, как уже было сказано, судебной защиты даже обычные срочные сделки с ценными бумагами, рассматривая их как прикрывающие сделки на разницу.

Так, согласно п.2 ст.2167 т. X ч. I Свода законов Российской империи признавались недействительными любые сделки купли-продажи акций, заключенные "не за наличные деньги, а с поставкой к известному сроку и по известной цене". В 1893 г. это правило было отменено, и в т. X ч. I была введена ст. 1401-1, которой запрещались сделки "по покупке и продаже на срок золотой валюты, тратт и тому подобных ценностей, писанных на золотую валюту, совершаемых исключительно с целью получения разницы между курсом валюты, условленным сторонами, и действительным на какой-либо назначенный ими срок". Законодатель, как видим, был уверен в том, что купля-продажа "золотой валюты, тратт и тому подобных ценностей, писанных на золотую валюту", не может совершаться с иной целью, нежели получение курсовой разницы. Законодатель считал такого рода срочные сделки а priori притворными, прикрывающими сделки на разницу. Впрочем, с остальных срочных сделок с ценными бумагами российский законодатель все-таки снял обвинение в подобной притворности.

Так же расценивало срочные сделки с ценными бумагами и французское законодательство. Срочные биржевые сделки с ценными бумагами были впервые фактически запрещены во Франции постановлением королевского совета от 24 сентября 1724 г. Впоследствии это правило, правда в несколько смягченном виде, многократно возобновлялось. В течение некоторого периода в XIX веке срочные сделки купли-продажи государственных ценных бумаг при определенных условиях даже были уголовно наказуемы.



## **Библиография**

### **Нормативно-правовые акты**

1. Конституция РФ 1993 г.//Российская газета. 1993. 25 дек.
2. Конституция СССР 1936 г.//Известия ЦИК СССР и ВЦИК. 1936. N 283.
3. ГК РФ. Часть 1 от 30 ноября 1994 г. N 51-ФЗ//СЗ РФ. 1994. N 32. Ст. 3301; Часть 2 от 26 января 1996 г. N 14-ФЗ//СЗ РФ. 1996. N 5. Ст. 410; Часть 3 от 26 ноября 2001 г. N 146-ФЗ//СЗ РФ. 2001. N 49. Ст. 4552.
4. ГК РСФСР 1922 г.//Известия ВЦИК. 1922. N 256.
5. ГК РСФСР 1964 г.//Свод законов РСФСР. 1988. Ст. 7; Закон РФ от 20 февраля 1992 г. N 2383-1 "О товарных биржах и биржевой торговле"//Российская газета. 1992. 6 мая.
6. Федеральный закон от 31 июля 1998 г. N 142-ФЗ "О налоге на игорный бизнес"//СЗ РФ. 1998. N 31. Ст. 3820 - Утратил силу с 1 января 2004 г. (Федеральный закон от 27 декабря 2002 г. N 182-ФЗ "О внесении изменений и дополнений в часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации и некоторые другие акты законодательства Российской Федерации о налогах и сборах". СЗ РФ. 2002. N 52 (ч. 1). Ст. 5138).
7. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг"//СЗ РФ. 1996. N 17. Ст. 1918.
8. Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. N 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах"//СЗ РФ. 2001. N 49. Ст. 4562.
9. Федеральный закон от 2 декабря 1990 г. N 395-1 "О банках и банковской деятельности"//Ведомости съезда народных депутатов РСФСР. 1990. N 27. Ст. 357.
10. Федеральный закон от 3 февраля 1996 г. N 17-ФЗ "О внесении изменений и дополнений в Закон РСФСР "О банках и банковской деятельности в РСФСР"//СЗ РФ. 1996. N 6. Ст. 492.
11. Письмо ГКАП, КТБ от 30 июля 1996 г. "О форвардных, фьючерсных и опционных биржевых сделках"//Финансовая газета. 1996. N 33.
12. Постановление ФКЦБ от 27 апреля 2001 г. "Об утверждении положения о требованиях к операциям, связанным с совершением срочных сделок на рынке ценных бумаг"//Российская газета. 2001. N 145.
13. Письмо ЦБ РФ от 3 февраля 1997 г. "О вопросах применения Инструкции Банка России от 22 мая 1996 г. N 41"//Вестник Банка России. 1997. N 8.
14. Инструкция ЦБ РФ от 22 мая 1996 г. "Об установлении лимитов открытой валютной позиции и контроле за их соблюдением уполномоченными банками РФ", утвержденная Приказом ЦБ РФ от 22 мая 1996 г.//Вестник Банка России. 1996. N 24.

### **Судебная практика**

1. Постановление Президиума ВАС РФ от 30 января 2002 г.//Вестник ВАС РФ. 2002. N 5.
2. Постановление Президиума ВАС РФ от 8 июня 1999 г.//Вестник ВАС РФ. 1999. N 9.
3. Постановление Конституционного Суда РФ от 23 февраля 1999 г. "По делу о проверке конституционности положения части 2 статьи 29 Федерального закона от 3 февраля 1996 г. "О банках и банковской деятельности"//СЗ РФ. 1999. N 10. Ст. 1254.
4. Постановление Конституционного Суда РФ от 24 октября 1996 г. "По делу о проверке конституционности части 1 статьи 2 Федерального закона от 7 марта 1996 года "О внесении изменений в закон РФ "Об акцизах"//СЗ РФ. 1996. N 45. Ст. 5202.
5. Определение Конституционного Суда от 16 декабря 2002 г. "О прекращении производства по делу о проверке конституционности статьи 1062 Гражданского кодекса Российской Федерации в связи с жалобой коммерческого акционерного банка "Банк Сосьете Женераль Восток"//СЗ РФ. 2002. N 52 (2 ч.). Ст. 5291.
6. Постановление ФАС МО от 13 июля 2001 г.
7. Постановление ФАС МО от 10 августа 1999 г.
8. Постановление ФАС МО от 29 сентября 1999 г.

### **Зарубежное законодательство**

1. Германское гражданское уложение 1896 г.
2. Закон Германии 1896 г. "О фондовых биржах".

3. Закон Франции от 2 июля 1996 г. "О модернизации финансовой деятельности".
4. Закон Франции от 28 марта 1885 г. "О срочном рынке".
5. Закон Великобритании 1986 г. "О финансовых услугах".
6. Закон Великобритании 2000 г. "О финансовых услугах и рынках".

### Монографии, учебники и комментарии

1. Агарков М.М. Обязательства по советскому гражданскому праву. Ученые записки Всесоюзного института юридических наук НКЮ СССР. Вып. III. М., 1940.
2. Банки и банковское дело: Краткий курс/Под ред. И.Т. Балабанова. М., 2003.
3. Бартошек М. Римское право: понятия, термины, определения. М., 1989.
4. Белых В.С., Виниченко С.И. Биржевое право. М., 2001.
5. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. М., 2002.
6. Германское право. Ч. I./Под ред. проф. В.В. Залесского. М., 1996.
7. Гольмстен А.Х. Очерки по русскому торговому праву. СПб., 1895.
8. Гражданское право России: Курс лекций/Под ред. О.Н. Садикова. М., 1997.
9. Гражданское право: Учебник/Под ред. А.П. Сергеева, Ю.К. Толстого. М., 1998.
10. Гражданское Уложение. Книга пятая. Обязательства, проект. СПб., 1899.
11. Гурвич М.А. Право на иск. М.-Л., 1949.
12. Ефимова Л.Г. Банковские сделки. Теория и практика. М., 2002.
13. Комментарий части второй ГК РФ для предпринимателей/Под ред. М.И. Брагинского. М., 1996.
14. Л. Жюллио де ла Морандьер. Гражданское право Франции. Т. 3. М., 1961.
15. Чалдаева Л.А., Килячков А.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. М., 2003.
16. Брун М.И. Публичный порядок в международном частном праве. Пг., 1916.
17. Масленников М. Срочные сделки. М., 2002.
18. Малинин Д. Фьючерсы на ГКО. М., 2003.
19. Международные финансовые рынки/Сост. П.Н. Тесля. Новосибирск, 1995.
20. Мейер Д.И. Русское гражданское право. М., 1997.
21. Мейер Д.И. Русское гражданское право. Ч. 2. М., 1997.
22. Миронов И.В. Проблемы алеаторных правоотношений в российском праве: Автореф. дисс. канд. юрид. наук. М., 1998.
23. Памятники римского права. Дигесты Юстиниана. Книга 11, титул V. "Об игроках в азартные игры". М., 1997.
24. Победоносцев К.П. Курс гражданского права. СПб., 1896.
25. Рынок ценных бумаг/Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. М., 2000.
26. Рясенцев В.А. Советское гражданское право. Т. 1. М., 1965.
27. Сарайкин С.В. Правовое регулирование фьючерсного рынка: Дисс. канд. юрид. наук. М., 2002.
28. Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок. М., 1997.
29. Ценные бумаги/Под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. М., 1998.
30. Цитович П. Учебник торгового права. СПб., 1891.
31. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции. М., 1997.
32. Шершеневич Г.Ф. Учебник торгового права. М., 1994.

### Статьи

1. Адамович Г. О некоторых способах обеспечения кредитных обязательств//Хозяйство и право. 1996. N 9.
2. Хвоцинский А. Недоразумения: невинные и опасные. М., 2002.
3. Хвоцинский А. О допустимости "детских игр". М., 2002.
4. Анциферов О. Тянем, потянем, а РЕПО вытянуть не можем//Бизнес-адвокат. 2000. N 19.
5. Архипов А., Кучеров А. Новые способы обеспечения//ЭЖ-Юрист. 2003. N 22.
6. Белов В.А. Игра и пари как институты гражданского законодательства//Законодательство. 1999. N 9.
7. Брагинский М.И. Проведение игр и пари (глава 58)//ГК РФ: Часть вторая: Текст, комментарии, алфавитно-предметный указатель/Под ред. О.М. Козырь, А.Л. Маковского, С.А. Хохлова. М., 1996.
8. Гаджиев Г.А., Иванов В.И. Квазиалеаторные договоры (проблемы доктрины, судебной защиты и правового регулирования)//Хозяйство и право. 2003. N 5.
9. Губин Е.П., Шерстобитов А.Е. Расчетный форвардный контракт: теория и практика//Законодательство. 1998. N 10.
10. Законы гражданские. С разъяснениями Правительствующего сената/Сост. И.М. Тютрюмов.

СПб., 1909.

11. Лейкин Г. Рубль в Чикаго - дополнительный катализатор притока иностранного капитала в Россию//Рынок ценных бумаг. 1998. N 12.

12. Мартынов А. Производные инструменты на фондовом рынке России//Рынок ценных бумаг. 1998. N 12.

13. Материалы конференции "Срочные финансовые рынки России". Москва, 26-27 мая 1998 г. М., 1998.

14. Мельничук Г.В. Правовая природа расчетных форвардных сделок и сделок РЕПО//Законодательство. 2000. N 2.

15. Петросян Э.С. Отличие финансовых деривативов от пари//Гражданин и право. 2003. N 4.

16. Рахмилович А.В., Сергеева Э.Э. О правовом регулировании расчетных форвардных договоров//Журнал российского права. 2001. N 2.

17. Суханов Е.А. О статье Е.П. Губина и А.Е. Шерстобитова "Расчетный форвардный контракт: теория и практика"//Законодательство. 1998. N 11.

18. Чорна О.И. Форвард: сделка или пари?//Финансовая Россия. Приложение. 1998. N 40.

19. Шеленкова Н.Б. Биржевые правонарушения//Законодательство. 1998. N 2.

20. Эрделевский А. Игры и пари//Российская юстиция. 1999. N 8.

## Примечания

- \* (1) Постановление ФКЦБ РФ от 23 марта 2001 г. N 6 "Об утверждении правил осуществления брокерской деятельности при совершении некоторых сделок на рынке ценных бумаг"//РГ. 2001. 1 авг.
- \* (2) Вестник ВАС РФ. 1999. N 9.
- \* (3) СЗ РФ. 1996. N 5. Ст. 410.
- \* (4) Петросян Э.С. Отличие финансовых деривативов от пари//Гражданин и право. 2003. N 4.
- \* (5) Вестник Банка России. 1996. 29 мая.
- \* (6) Шершеневич Г.Ф. Учебник торгового права. М., 1994.
- \* (7) Шершеневич Г.Ф. Указ. соч.
- \* (8) Суханов Е.А. О статье Е.П. Губина и А.Е. Шерстобитова "Расчетный форвардный контракт: теория и практика"//Законодательство. 1998. N 11.
- \* (9) Мельничук Г.В. Правовая природа расчетных форвардных сделок и сделок РЕПО//Законодательство. 2000. N 2.
- \* (10) СЗ РФ. 1998. N 31. Ст. 3820.
- \* (11) Гражданское право России: Курс лекций/Под ред. О.Н. Садикова. М., 1997. С. 625.
- \* (12) Гражданское право: Учебник/Под ред. А.П. Сергеева, Ю.К. Толстого. М., 1998. С. 690.
- \* (13) Эрделевский А. Игры и пари//Российская юстиция. 1999. N 8. С. 13.
- \* (14) Комментарий части второй Гражданского кодекса РФ для предпринимателей/Под ред. М.И. Брагинского. М., 1996. С. 264-265.
- \* (15) Гражданское право России. Курс лекций: Ч. 2: Обязательственное право/Под ред. О.Н. Садикова. М., 1997. С. 626.
- \* (16) Брагинский М.И. Проведение игр и пари (глава 58)//ГК РФ. Часть вторая: Текст, комментарии, алфавитно-предметный указатель/Под ред. О.М. Козырь, А.Л. Маковского, С.А. Хохлова. М., 1996. С. 577.
- \* (17) Комментарий к Гражданскому кодексу РФ, части второй (постатейный)/Под ред. О.Н. Садикова. М., 1996, С. 651.
- \* (18) Ведомости СНД и ВС РФ. 1992. N 18.
- \* (19) Постановление Президиума ВАС РФ от 8 июня 1999 г.//Вестник ВАС РФ. 1999. N 9.
- \* (20) Победоносцев К.П. Дело Петрокино и Герцберга//Курс гражданского права. СПб., 1896. С. 527.
- \* (21) СЗ РФ. 2002. N 52 (ч. 2). Ст. 5291.
- \* (22) Рахмилович А.В., Сергеева Э.Э. О правовом регулировании расчетных форвардных договоров//Журнал российского права. 2001. N 2.
- \* (23) Мейер Д.И. Русское гражданское право. В 2 ч. Ч. 2. М., 1997. С. 254.
- \* (24) Губин Е.П., Шерстобитов А.Е. Расчетный форвардный контракт: теория и практика//Законодательство. 1998. N 10. С. 16.
- \* (25) Статьи 8 и 34 Конституции РФ. Заключение расчетных деривативов является одним из способов перемещения товаров и финансовых средств для предпринимательской деятельности.
- \* (26) Рахмилович А.В., Сергеева Э.Э. Указ. соч.
- \* (27) Белых В.С., Виниченко С.И. Биржевое право. М., 2001. С. 145.
- \* (28) Постановление ФКЦБ "Об утверждении положения о требованиях к операциям, связанным с совершением срочных сделок на рынке ценных бумаг" от 27 апреля 2001 г.//РГ. 2001. N 145.
- \* (29) Суханов Е.А. Указ. соч. С. 13.
- \* (30) Победоносцев К.П. Указ. соч. С. 557.
- \* (31) Губин Е.П., Шерстобитов А.Е. Указ. соч. С. 14.
- \* (32) Рясенцев В.А. Советское гражданское право. Т. 1. М., 1965. С. 189.
- \* (33) Гаджиев Г.А., Иванов В.И. Квазиалеаторные договоры (проблемы доктрины, судебной защиты и правового регулирования)//Хозяйство и право. 2003. N 5.
- \* (34) Законы гражданские. С разъяснениями Правительствующего сената/Сост. И.М. Тютрюмов. СПб., 1909. С. 901.
- \* (35) Гаджиев Г.А., Иванов В.И. Указ. соч.
- \* (36) Миронов И.В. Проблемы алеаторных правоотношений в российском праве: Автореф. дисс. канд. юр. наук. М., 1998. С. 15, 16.
- \* (37) Рахмилович А.В., Сергеева Э.Э. Указ. соч.
- \* (38) Статья 40 Федерального закона "Об инвестиционных фондах"//СЗ РФ. 2001. N 49. Ст. 4562.
- \* (39) Постановление Президиума ВАС РФ от 8 июня 1999 г.//Вестник ВАС РФ. 1999. N 9.
- \* (40) Постановление ФАС МО от 13 июля 2001 г.//СПС "Гарант".
- \* (41) Сарайкин С.В. Правовое регулирование фьючерсного рынка. Дисс. канд. юрид. наук. М., 2002. С. 123.
- \* (42) Белов В.А. Игра и пари как институты гражданского законодательства//Законодательство. 1999. N 9. С. 24.
- \* (43) Гаджиев Г.А., Иванов В.И. Указ. соч.

- \* (44) Тематическая подборка за период июнь 1998 - июль 2001 г. Правовые позиции арбитражных судов по применению положений ст. 1062 ГК РФ к расчетным (форвардным) сделкам. М., 2001.
- \* (45) Постановление ФАС МО от 13 июня 1998 г. N 5347/98.
- \* (46) Там же.
- \* (47) Там же.
- \* (48) Там же.
- \* (49) Постановление ФАС МО от 29 сентября 1998 г. N ГК-А40/2278-98.
- \* (50) Постановление Президиума ВАС РФ от 8 июня 1999 г. // Вестник ВАС РФ. 1999. N 9.
- \* (51) Постановление Президиума ВАС РФ от 8 июня 1999 г. // Вестник ВАС РФ. 1999. N 9.
- \* (52) Там же.
- \* (53) Постановление ФАС МО от 10 августа 1999 г. N ГК-А40/2424-99.
- \* (54) Постановление ФАС МО от 29 сентября 1999 г. N ГК-А40/3132-99.
- \* (55) Постановление ФАС МО от 29 сентября 1999 г. N ГК-А40/3132-99.
- \* (56) Там же.
- \* (57) Там же.
- \* (58) Постановление ФАС МО от 13 июля 2001 г. N ГК-А40/1919-01-3.
- \* (59) Там же.
- \* (60) Там же.
- \* (61) Хвоцинский А. О допустимости "детских игр". М., 2002.
- \* (62) Хвоцинский А. Недоразумения: невинные и опасные. М., 2002.
- \* (63) Постановление Президиума ВАС от 8 июня 1999 г. // Вестник ВАС РФ. 1999. N 9.
- \* (64) Постановление ФАС МО от 10 августа 1999 г.
- \* (65) Постановление ФАС МО от 13 июля 2001 г.
- \* (66) Там же.
- \* (67) Постановление ФАС МО от 29 сентября 1999 г. и Постановление Президиума ВАС РФ от 8 июня 1999 г.
- \* (68) Постановление ФАС МО от 13 июля 2001 г.
- \* (69) Постановление Президиума ВАС РФ от 8 июня 1999 г. // Вестник ВАС РФ. 1999. N 9.
- \* (70) Постановление ФАС МО от 29 сентября 1999 г. и Постановление ФАС МО от 13 июля 2001 г.
- \* (71) Постановление Президиума ВАС РФ от 8 июня 1999 г. // Вестник ВАС РФ. 1999. N 9.
- \* (72) Губин Е.П., Шерстобитов А.Е. Указ. соч.
- \* (73) Там же.
- \* (74) Мельничук Г.В. Указ. соч.
- \* (75) Губин Е.П., Шерстобитов А.Е. Указ. соч.
- \* (76) Суханов Е.А. Указ. соч.
- \* (77) Шеленкова Н.Б. Биржевые правонарушения // Законодательство. 1998. N 2.
- \* (78) Комментарий части второй ГК РФ для предпринимателей / Под ред. М.И. Брагинского. М., 1996.
- \* (79) Там же.
- \* (80) Губин Е.П., Шерстобитов А.Е. Указ. соч.
- \* (81) Шершеневич Г.Ф. Указ. соч.
- \* (82) СЗ РФ. 2002. N 52. Ст. 5291.
- \* (83) Гурвч М.А. Право на иск. М.-Л., 1949.
- \* (84) Агарков М.М. Обязательства по советскому гражданскому праву. Ученые записки Всесоюзного института юридических наук НКЮ СССР. Вып. III. М., 1940.
- \* (85) СЗ Р. 1996. N 11. Ст. 1016.
- \* (86) Белов В.А. Игра и пари как институты гражданского права // Законодательство. 1999. N 9.
- \* (87) Мартынов А. Производные инструменты на фондовом рынке России // Рынок ценных бумаг. 1998. N 12.
- \* (88) Рахмилович А.В., Сергеева Э.Э. Указ. соч.
- \* (89) Материалы конференции "Срочные финансовые рынки России". Москва, 26-27 мая 1998 г. М., 1998.
- \* (90) Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции. М., 1997. С. 710-723; Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок. М., 1997. С. 561-563; Международные финансовые рынки / Сост. П.Н. Тесля. Новосибирск, 1995. С. 72-94; Лейкин Г. Рубль в Чикаго - дополнительный катализатор притока иностранного капитала в Россию // Рынок ценных бумаг. 1998. N 12. С. 47-48.
- \* (91) Вестник Банка России. 1997. N 1.
- \* (92) Российские вести. 1996. N 113.
- \* (93) Вестник Банка России. 1996. N 27.
- \* (94) См.: п. 18 письма ЦБ РФ от 3 февраля 1997 г. N 404 "О вопросах применения Инструкции Банка России от 22 мая 1996 г. N 41" // Вестник Банка России. 1997. N 8.

- \* (95) Арбитражный суд в соответствии с законом или международным договором РФ применяет нормы права других государств.
- \* (96) Вестник ВАС РФ. 1998. N 9.
- \* (97) Московский журнал международного права. 1997. N 3.
- \* (98) РГ. 1993. 14 авг.; Ведомости СНГ и ВС РФ. 1993. N 32. Ст. 1240.
- \* (99) Брун М.И. Публичный порядок в международном частном праве. Пг., 1916.
- \* (100) Вестник ВАС РФ. 1992. N 11.
- \* (101) Л. Жюллио де ла Морандьер. Гражданское право Франции. Т. 3. М., 1961. С. 332.
- \* (102) Германское право/Под ред. В.В. Залесского. Ч. I. М., 1996. С. 178. СЗ РФ. 2001. N 3. Ст. 3295.
- \* (103) Рахмилович А.В., Сергеева Э.Э. Указ. соч.
- \* (104) Рынок ценных бумаг/Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. М., 2000.
- \* (105) Белых В.С., Виниченко С.И. Биржевое право. М., 2001.
- \* (106) Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. М., 2002.
- \* (107) Буренин А.Н. Указ. соч.
- \* (108) Буренин А.Н. Указ. соч.
- \* (109) Ценные бумаги/Под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. М., 1998. С. 186.
- \* (110) Малинин Д. Фьючерсы на ГКО. М., 2003.
- \* (111) Чалдаева Л.А., Киячков А.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. М., 2003.
- \* (112) Письмо ГКАП, КТБ от 30 июля 1996 г. "О форвардных, фьючерсных и опционных биржевых сделках"//Финансовая газета. 1996. N 33.
- \* (113) Чорна О.И. Форвард: сделка или пари?//Финансовая Россия. Приложение. 1998. N 40.
- \* (114) Мельничук Г.В. Правовая природа расчетных форвардных сделок и сделок РЕПО//Законодательство. 2000. N 2.
- \* (115) Мельничук Г.В. Указ. соч.
- \* (116) Архипов А., Кучеров А. Указ. соч.
- \* (117) Адамович Г. О некоторых способах обеспечения кредитных обязательств//Хозяйство и право. 1996. N 9.
- \* (118) Архипов А., Кучеров А. Новые способы обеспечения//ЭЖ-Юрист. 2003. N 22.
- \* (119) Мельничук Г.В. Указ. соч.
- \* (120) Вестник Банка России. 1998. N 72.
- \* (121) Мельничук Г.В. Указ. соч.
- \* (122) Ефимова Л.Г. Банковские сделки. Теория и практика. М., 2002.
- \* (123) Вестник ВАС РФ. 1999. N 1.
- \* (124) Там же.
- \* (125) Мельничук Г.В. Указ. соч.
- \* (126) Балабанов И.Т. Финансы граждан. М., 1995.
- \* (127) Масленников М. Как "обратной" продажей имущества прикрыть залог//ЭЖ-Юрист. 1999. N 9.
- \* (128) РГ. 1996. 13 авг.
- \* (129) Вестник Банка России. 2000. N 33-34.
- \* (130) Вестник Банка России. 2003. N 40.
- \* (131) Анциферов О. Тянем, потянем, а РЕПО вытянуть не можем//Бизнес-адвокат. 2000. N 19.
- \* (132) Мельничук Г.В. Указ. соч.
- \* (133) Постановление Президиума ВАС РФ от 30 января 2002 г.//Вестник ВАС РФ. 2002. N 5.
- \* (134) Архипов А., Кучеров А. Новые способы обеспечения//ЭЖ-Юрист. 2003. N 22.
- \* (135) Вестник ВАС РФ. 1996. N 10.
- \* (136) Суханов Е.А. Указ. соч.
- \* (137) Гольмстен А.Х. Очерки по русскому торговому праву. СПб., 1895. С. 184.
- \* (138) Цитович П. Учебник торгового права. СПб., 1891. С. 250.
- \* (139) Памятники римского права. Дигесты Юстиниана. Книга 11, титул V. "Об игроках в азартные игры". М., 1997; Бартошек М. Римское право: понятия, термины, определения. М., 1989.
- \* (140) Мейер Д.И. Русское гражданское право. Ч. 2. М., 1997. С. 254.
- \* (141) Гражданское Уложение. Книга пятая. Обязательства, проект. СПб., 1899.