

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
имени М.В. ЛОМОНОСОВА
ЮРИДИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ

На правах рукописи

Долганин Александр Александрович

Правовое регулирование хеджирования

12.00.03 – гражданское право; предпринимательское право; семейное право;
международное частное право

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени

кандидата юридических наук

Научный руководитель:
доктор юридических наук,
доцент Абросимова Е.А.

Москва – 2018

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
ГЛАВА 1. Хеджирование как объект правового регулирования	14
§ 1. Основные подходы к понятию хеджирования	14
§ 2. Хеджирование как способ управления рисками: корпоративный аспект.....	50
ГЛАВА 2. Правовое регулирование хеджирования в зарубежных правовых порядках	67
§ 1. Правовое регулирование хеджирования в США	67
§ 2. Правовое регулирование хеджирования в Европейском союзе и национальных правовых порядках европейских государств	115
§ 3. Зарубежный опыт правового регулирования хеджирования: основные выводы.....	122
ГЛАВА 3. Проблемы и перспективы правового регулирования хеджирования в России	125
§ 1. Общая характеристика правового регулирования хеджирования в России	125
§ 2. Перспективы правового регулирования хеджирования в России	152
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	160
БИБЛИОГРАФИЯ	164

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы диссертационного исследования. Глобализация современной экономики - это, прежде всего, глобализация финансов, в которой одна из основных ролей принадлежит рынку деривативов¹. Так, средний ежедневный оборот биржевого рынка фьючерсов в декабре 2017 года составил около 5 трлн. долларов, биржевого рынка опционов - приблизительно 1,2 трлн. долларов, номинальный объем действующих внебиржевых деривативных договоров в первой половине 2017 года - около 542 трлн. долларов².

Вместе с тем, среди причин мирового финансового кризиса 2008-2011 гг. исследователи особым образом выделяют, во-первых, необеспеченность денег реальными товарами, во-вторых, необоснованную биржевую экспансию банков, когда заведомо необеспеченные деньги уходят в огромных количествах на, в частности, фондовые биржи, что позволяет банкам манипулировать фондовыми индексами и, следовательно, ценами³. Появление так называемых финансовых «пузырей» предопределено во многом именно неконтролируемым ростом фондовых и валютных деривативных спекуляций. При этом глобализация, несомненно, умножила количество факторов, влияющих на экономические процессы. В связи с этим можно констатировать, что на фоне мировых финансово-экономических кризисов последних десятилетий потребности хозяйствующих субъектов в защите от многочисленных и разнообразных рисков

¹ Здесь и далее в настоящем автореферате и диссертационном исследовании термины «дериватив», «деривативный договор», «деривативная сделка», «производный финансовый инструмент» используются в качестве синонимов и предполагают понимание дериватива (производного финансового инструмента) в качестве гражданско-правового договора. Именно такое понимание дериватива представлено, в частности, в современном российском законодательстве: см. понятие производного финансового инструмента в ст. 2 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее - «Закон о рынке ценных бумаг») // СЗ РФ, № 17, 22.04.1996, ст. 1918.

² См. общемировую статистику рынка деривативов на официальном сайте Банка международных расчетов: URL: http://www.bis.org/statistics/about_derivatives_stats.htm. Дата обращения: 01.11.2017.

³ Уэрта де Сото Х. Деньги, банковский кредит и экономические циклы. Пер. с англ. Челябинск: Социум, 2008. С. 346-348.

глобализированной экономики не только не исчезают, но и неуклонно возрастают⁴.

Между тем, биржевые и внебиржевые деривативные договоры могут заключаться не только в спекулятивных целях, но и в целях хеджирования, т.е. сокращения рисков, возникающих при осуществлении предпринимательской деятельности. Так, ещё О. Штиллих важнейшим достоинством срочных биржевых сделок считал возможность их использования для страхования валютных рисков в международной торговле, приводя в пример выдержку из отчета биржевой анкетной комиссии: «ни один купец, оборачивающий такими количествами, каких требует мировая торговля, не мог бы нести риска, если бы срочная торговля не давала ему возможности свалить его на чужие плечи»⁵. Нельзя не согласиться с В.С. Емом и Н.В. Козловой, которые констатируют, что фьючерсные договоры позволяют хеджерам (продавцам и покупателям реального биржевого товара - т.е. лицам, чья основная хозяйственная деятельность, как правило, осуществляется в реальном секторе экономики и не связана с финансовыми рынками) «застраховаться на случай неблагоприятного изменения конъюнктуры рынка»⁶. Е.А. Абросимова справедливо указывает на то, что основной целью функционирования товарных бирж является предоставление участникам гражданского оборота возможности «уменьшения рисков ценовых колебаний на рынке реального товара посредством срочных контрактов (хеджирование)»⁷.

Заключение хеджирующих деривативных договоров, упорядоченное в форме особой деятельности, способно обеспечить защиту от неблагоприятных последствий резкого изменения цен и иных случайных параметров, минимизировать риски неплатежеспособности контрагентов, что открывает широкие возможности по управлению рисками для, например, производителей

⁴ Шиилин С.В. Предпринимательство в условиях глобализации: основные черты и противоречия. М.: Экономика, 2010. С. 7-11.

⁵ Штиллих О. Биржа и ее деятельность. СПб.: Братство. 1992. С. 158-161.

⁶ Ем В.С., Козлова Н.В. Биржа как организатор торговли // Коммерческое право: актуальные проблемы и перспективы развития: Сборник статей к юбилею профессора Пугинского Б.И. / Сост. Абросимова Е.А., Филиппова С.Ю. М.: Статут. 2011. С. 84.

⁷ Абросимова Е.А. Организаторы торгового оборота: правовой статус и функциональное назначение: дис. ... докт. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2014. С. 200.

товаров и их дистрибьюторов⁸. Очевидно, таким образом, что реализуемое правовыми инструментами (деривативными договорами) хеджирование представляет значительную ценность для участников гражданского оборота.

В свете вышесказанного весьма уместной представляется позиция немецкого цивилиста Эндеманна, в соответствии с которой задача права заключается в том, чтобы «извлечь из экономических явлений, фактов и понятий главные основания для нормировки правооборота»⁹. Заслуживает внимания мнение Я.А. Канторовича, утверждавшего о необходимости тесного и постоянного взаимодействия науки гражданского права с теми «общими течениями, идеями и проблемами», круг которых исследуют экономические науки, поскольку ясное понимание правом социально-экономических явлений способствует надлежащей реализации его функций¹⁰.

Хотя экономическая природа хеджирования (равно как и, например, экономическая природа страхового фонда в страховании) не вызывает сомнений, само его существование обусловлено, с одной стороны, постепенным развитием гражданско-правовых договоров, появлением и совершенствованием правовых конструкций биржевых и внебиржевых деривативов, с другой стороны, восприятием хеджирования объективным правом, выражающемся в соответствующем правовом регулировании. Можно констатировать, что в зарубежных государствах данная взаимосвязь, а также отмеченное выше позитивное значение хеджирования, конструктивный хозяйственный смысл которого противоположен финансовым спекуляциям, предопределили внимание к нему как со стороны правовой доктрины, так и со стороны законодателя.

Между тем, в российской правовой доктрине хеджирование представлено фрагментарными упоминаниями, его регулирование, по сути, отсутствует.

Поэтому представляется весьма целесообразным рассмотрение понятия

⁸ Baer J.B., Saxon O.G. *Commodity Exchanges and Futures Trading: Principles and Operating Methods*. The USA: Harper & Brothers. 1949. p. 197.

⁹ Цит. по: Канторович Я.А. *Основные идеи гражданского права*. Харьков: Юридическое издательство НКЮ УССР. 1928. С. 6.

¹⁰ Там же. С. 6-7.

хеджирования с точки зрения правовой науки в совокупности с изучением и обобщением законодательного опыта зарубежных государств, что не только позволит осуществить первичный анализ проблем и перспектив правового регулирования хеджирования в России, но и может стать отправной точкой для его последующего исследования в российской правовой доктрине, а также способствовать формированию в России правовой политики, учитывающей значительный потенциал возможностей хеджирования для участников гражданского оборота.

Степень научной разработанности темы. Можно констатировать, что хеджирование в российской правовой доктрине представлено фрагментарными и разрозненными упоминаниями в научных трудах, посвященных смежным темам (прежде всего, проблемам биржевой торговли, системе биржевых сделок, отдельным видам биржевых и внебиржевых производных финансовых инструментов). К числу авторов, так или иначе затрагивавших вопросы понятия и сущности хеджирования при исследовании вышеуказанных смежных тем, следует отнести И.Г. Абраменкову, Е.А. Абросимову, В.А. Белова, В.В. Витрянского, А.В. Габова, Е.П. Губина, В.С. Ема, В.М. Жуковского, А.И. Кандыбку, Н.В. Козлову, В.В. Кулакова, Р.С. Куракина, Е.Б. Лаутс, Е.А. Павлодского, Э.С. Петросяна, Б.И. Пугинского, С.В. Сарайкина, М.Р. Саркисян, А.С. Селивановского, Т.В. Сойфер, Е.А. Суханова, М.А. Толчинского, Н.Б. Шеленкову, А.Е. Шерстобитова и др.

Между тем, в российской правовой доктрине нет ни одной самостоятельной работы, посвященной вопросам правового регулирования хеджирования и основанной на попытке всестороннего исследования его понятия с точки зрения правовой науки. Необходимо признать наличие единичных трудов, посвященных отдельным проблемам хеджирования в конкретных сферах гражданского оборота, однако авторы данных работ не анализируют понятие хеджирования и не рассматривают его в качестве объекта правового регулирования. Одну из причин подобной ситуации можно усматривать в проблемах тернистого процесса становления и развития в России биржевой торговли, рынка биржевых и небиржевых деривативных договоров (производных финансовых инструментов),

посредством которых осуществляется хеджирование, и соответствующего правового регулирования. Напротив, в зарубежной правовой литературе хеджирование подвергается весьма глубокому и обстоятельному анализу, в связи с чем следует отметить исследования К. Крэйвик, Дж. Мэйси, Г. Райнера, Р. Романо, Г. Ху и др.

Объект и предмет диссертационного исследования. *Объектом* диссертационного исследования является понятие хеджирования производными финансовыми инструментами, формы и способы его правового регулирования.

Предметом диссертационного исследования являются различные подходы к понятию хеджирования, имеющие место в российской и зарубежной правовой и экономической литературе, опыт законодательного и подзаконного регулирования хеджирования в США, Европейском союзе и некоторых национальных правовых порядках европейских государств, а также проблемы правового регулирования хеджирования в России в настоящее время.

Цели и задачи диссертационного исследования. Главная цель настоящего диссертационного исследования заключается во всестороннем раскрытии понятия хеджирования с точки зрения правовой науки и формировании целостного представления о правовом регулировании хеджирования на основе изученного опыта нормотворчества на законодательном и подзаконном уровнях.

Достижение данной цели обеспечивается решением ряда основных задач настоящего диссертационного исследования, как-то:

- 1) анализ различных направлений исследования хеджирования, представленных в правовой и экономической литературе;
- 2) выявление, обобщение и систематизация подходов к понятию хеджирования в правовой доктрине;
- 3) определение квалифицирующих признаков хеджирования, способных быть основой для его правового регулирования;
- 4) выявление основных направлений, форм и способов правового регулирования хеджирования в США, Европейском союзе и отдельных национальных правовых порядках европейских государств;

5) определение основных особенностей правового закрепления понятия хеджирования в рассмотренных зарубежных правовых порядках;

6) анализ проблем и перспектив правового регулирования хеджирования в России в настоящее время и выработка предложений по его совершенствованию.

Методологическая и теоретическая основа исследования. В настоящем диссертационном исследовании были использованы основные общенаучные методы (методы анализа, синтеза, абстрагирования, аналогии и сравнений, дедукции и индукции, диалектического познания, системно-структурный и функциональный подходы).

Методологическая основа настоящего диссертационного исследования представляет собой совокупность частнонаучных методов, позволивших изучить опыт правового регулирования хеджирования в зарубежных правовых порядках и выявить проблемы российского правового регулирования: формально-юридического метода, сравнительно-правового метода, метода правового моделирования. Следует отметить, что принципиальным методологическим основанием исследования являлось рассмотрение хеджирования с точки зрения правовой науки и при помощи её методов, что ни в коей мере не сводилось к интерпретации соответствующей экономической литературы, примеры чего, к сожалению, имеют место в российской правовой доктрине, хотя и учитывало научный опыт экономических исследований в целях корректного понимания сущности хеджирования.

Теоретическую основу настоящего диссертационного исследования составили работы отечественных правоведов: И.Г. Абраменковой, Е.А. Абросимовой, В.А. Белова, В.В. Витрянского, А.В. Габова, Е.П. Губина, В.С. Ема, В.М. Жуковского, А.И. Кандыбки, Н.В. Козловой, В.В. Кулакова, Р.С. Куракина, Е.Б. Лаутс, Е.А. Павлодского, Э.С. Петросяна, Б.И. Пугинского, С.В. Сарайкина, М.Р. Саркисян, А.С. Селивановского, Т.В. Сойфер, Е.А. Суханова, М.А. Толчинского, Н.Б. Шеленковой, А.Е. Шерстобитова и др.; а также труды зарубежных исследователей: К. Крэйвик, Дж. Мэйси, Г. Райнера, Р. Романо, Г. Ху, Д. Шизера и др. При рассмотрении ключевых теоретических вопросов (понятия

хеджирования, соотношения хеджирования и страхования, выявления квалифицирующих признаков хеджирования) использовалось научное наследие ряда выдающихся отечественных цивилистов: С.Н. Братуся, А.Х. Гольмстена, Д.Д. Гримма, Е.А. Нефедьева, В.А. Ойгензихта, И.А. Покровского, В.К. Райхера, В.И. Серебровского, А.Ф. Федорова, П.П. Цитовича, Б.Б. Черепихина, Г.Ф. Шершеневича и др.

Для целей всестороннего исследования сущности хеджирования привлекалась экономическая литература зарубежных исследователей: Ш. Де Ковни, Р. Джонсона, К. Такки, С. Титмана, Дж. Халла, А. Шапиро и др.; работы российских ученых-экономистов: О.И. Дегтяревой, В.В. Капитоненко, И.Ю. Милованова, А.Ю. Скороход и др.; а также исследования на стыке права и экономики: Дж. Бэр, О. Сэксон и др.

Нормативную правовую основу диссертационного исследования составили нормативные правовые акты России, США, Европейского союза, а также национальное законодательство некоторых европейских государств (Швейцарской Конфедерации, Республики Кипр и др.).

Эмпирическую основу диссертационного исследования составили решения российских арбитражных судов, судебные прецеденты США, российская и зарубежная договорная практика, статистическая информация, связанная с осуществлением хеджирования хозяйствующими субъектами, материалы публичных слушаний, проводимых профильными комитетами законодательных органов.

Научная новизна диссертационного исследования состоит в том, что впервые в российской правовой доктрине всесторонне и комплексно с позиции правовой науки рассматривается хеджирование как сложное и многоаспектное явление, к исследованию которого применимы различные подходы. Настоящая работа является первым в России самостоятельным исследованием правового регулирования хеджирования в части изучения существующего зарубежного опыта, анализа проблем и перспектив правового регулирования в России.

Положения, выносимые на защиту:

1. Обосновано, что сложность и многоаспектность понятия хеджирования предопределяет целесообразность его рассмотрения правовой наукой с точки зрения нескольких основных подходов, которые условно можно обозначить в качестве «целевого», «инструментального», «структурно-функционального» («синтетического»). Данная дифференциация позволяет в рамках одного подхода сосредоточиться на рассмотрении отдельно взятого аспекта хеджирования, имеющего значение для правового регулирования.

2. Использование «целевого» подхода позволило обосновать вывод о том, что хеджированию, равно как и страхованию, присущи следующие юридические признаки: 1) наличие риска, определяющего возникновение частного интереса в защите от последствий реализации риска, 2) единая цель, направленная на получение «общего обеспечения возможной потребности», что для хеджирования означает достижение единого состояния защищенности от рисков, независимо от конкретного вероятностного показателя, обуславливающего появление риска, и конкретных неблагоприятных имущественных последствий.

3. Применение «инструментального» подхода позволило обосновать то, что хеджирование предполагает сокращение рисков предпринимательской деятельности за счет заведомого ограничения получаемой от неё прибыли. В связи с этим хеджирование, в отличие от спекулятивной деятельности, не является предпринимательством, а должно рассматриваться в качестве вспомогательной экономической деятельности по системному заключению гражданско-правовых деривативных договоров (производных финансовых инструментов) в их взаимосвязи с договорами в рамках основной хозяйственной деятельности.

4. Использование «структурно-функционального» («синтетического») подхода позволило обосновать то, что хеджирование в части его общих положений (квалифицирующих признаков) является объектом частноправового регулирования, учитывающего функциональное разделение рынка деривативов (производных финансовых инструментов) на спекулятивную и хеджирующую составляющую.

5. Обосновано, что хеджирование характеризуется двумя основными признаками, одновременное наличие которых позволяет осуществить его правовую квалификацию (квалифицирующими признаками):

а) направленность на сокращение рисков наступления неблагоприятных имущественных последствий, обусловленных возможностью изменения цен, иных показателей вероятностного характера, возникновения случайных событий;

б) реализация посредством заключения деривативных договоров, взаимосвязанных с основной хозяйственной деятельностью, порождающей сокращаемые риски, что выражается в принципе корреляции (соответствия) между деривативным договором и уже заключенной или будущей сделкой в рамках основной хозяйственной деятельности.

6. Установлено, что правовое регулирование хеджирования в зарубежных правовых порядках является результатом нахождения баланса между, с одной стороны, ограничением спекуляции на рынке деривативов (производных финансовых инструментов) в целях стабильности финансовой системы государства и, с другой стороны, обеспечением возможностей хозяйствующих субъектов по использованию договорных конструкций деривативов (производных финансовых инструментов) в целях эффективного сокращения рисков.

7. Установлено, что выявленные в результате теоретического исследования квалифицирующие признаки хеджирования находят своё адекватное практическое отражение в зарубежном опыте правового регулирования. В связи с этим используемые за рубежом модели нормативного закрепления общих положений о хеджировании могут учитываться при разработке предложений по совершенствованию российского законодательства.

Проведенное исследование также позволило обосновать и сформулировать ряд предложений по совершенствованию российского законодательства:

1. Представляется целесообразным нормативное закрепление понятия хеджирующего производного финансового инструмента в статье 2 Закона о рынке

ценных бумаг на основе двух квалифицирующих признаков хеджирования в следующей формулировке:

«хеджирующий производный финансовый инструмент - договор, являющийся производным финансовым инструментом, заключенный лицом (хеджером) в целях сокращения рисков неблагоприятных имущественных последствий, проистекающих из обязательств хеджера по уже совершенной или будущей сделке (сделкам) в пределах его обычной хозяйственной деятельности, вследствие изменения цены, процентной ставки, валютного курса, иного показателя (совокупности показателей) или события, изменение или наступление которого имеет случайный характер и не зависит от воли сторон договора, являющегося производным финансовым инструментом».

2. Представляется целесообразным пересмотреть редакцию нормы пункта 2 статьи 1062 Гражданского кодекса Российской Федерации в целях дифференциации условий судебной защиты обязательств из внебиржевых производных финансовых инструментов и соответствующего расширения субъектного состава хеджирующих производных финансовых инструментов.

Теоретическая значимость исследования заключается во всестороннем анализе понятия хеджирования с точки зрения правовой науки и определении его квалифицирующих признаков, а также в системном рассмотрении особенностей и основных форм его правового регулирования.

Практическая значимость исследования состоит в том, что выводы диссертационного исследования, в том числе обоснованные предложения по совершенствованию правового регулирования, могут быть использованы в законотворческой и правоприменительной деятельности, а также в изучении и преподавании гражданского и коммерческого права.

Апробация результатов диссертационного исследования. Диссертационная работа выполнена и обсуждена на кафедре коммерческого права и основ правоведения юридического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова.

Основные положения диссертационного исследования изложены в семи статьях, опубликованных в рецензируемых научных изданиях, индексируемых в базах данных RSCI, а также в рецензируемых научных изданиях из перечня, рекомендованных Минобрнауки РФ, по соответствующим специальностям и отраслям наук на основании решения Ученого совета МГУ по представлению Ученых советов структурных подразделений. Основные выводы диссертации также были представлены на Международной научной конференции студентов, аспирантов и молодых учёных «Ломоносов-2017».

Результаты диссертационного исследования были апробированы при преподавании учебного курса для магистратуры юридического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова «Правовое регулирование биржевой торговли» в рамках магистерской программы «Коммерческое и договорное право».

Структура диссертационного исследования предопределяется предметом исследования, его целями и задачами. Работа состоит из введения, трех глав, включающих семь параграфов, а также заключения и библиографического списка использованных источников.

ГЛАВА 1. Хеджирование как объект правового регулирования

§ 1. Основные подходы к понятию хеджирования

Одним из примеров успешной адаптации правовых институтов к динамичным и изменяющимся потребностям участников гражданского оборота являются деривативы (производные финансовые инструменты)¹¹. Сущность их «производного» характера отражена в кратком, но весьма точном определении Г. Райнера, по мнению которого деривативы представляют собой двусторонние (взаимные) договоры, «цена которых является производной от некоторой лежащей в их основе величины (базисной стоимости, базиса), зависящей от рыночных котировок»¹². При этом в качестве одной из главных целей заключения деривативных договоров, основанной на потребности хозяйствующего субъекта в безопасности и защите от рисков, традиционно рассматривается хеджирование¹³.

Хеджирование (англ. «hedging») - термин, использующийся для обозначения достаточно сложных экономических отношений, присущих биржевому и внебиржевому финансовому рынку. Английское существительное «hedge» в обыденной речи имеет лексическое значение «ограды», «барьера», «защиты». Таким образом, «хеджирование» - защита, возведение барьеров от неблагоприятных внешних условий и связанных с ними рисков. Эта сущностная составляющая обыденного смысла позволила использовать английское существительное и глагол «hedge» в качестве финансово-экономической категории в мировой торговле.

В экономической литературе хеджированию уделяется существенное внимание как в рамках изучения биржевой торговли, деривативов и финансовых

¹¹ Коммерческое право: учебник для академического бакалавриата. Под общ. ред. Б. И. Пугинского, В. А. Белова, Е. А. Абросимовой. М.: Издательство Юрайт, 2016. С. 151.

¹² Райнер Г. Деривативы и право. М.: Волтерс Клувер, 2005. С. 1.

¹³ Губин Е.П., Лаутс Е.Б. Производные финансовые инструменты и срочный рынок: понятие и правовое регулирование (лекция в рамках учебного курса «Предпринимательское право») // Предпринимательское право. Приложение «Бизнес и право в России и за рубежом». 2012. № 2. С. 91-93.

рынков в целом, так и на уровне специальных, узкотематических исследований¹⁴. При этом основное внимание экономистов сосредоточено на «деятельностной», «инструментальной» стороне хеджирования, понимаемого, прежде всего, в качестве особой методики (техники, стратегии, системы) биржевой и внебиржевой торговли деривативами, используемой для минимизации рыночных рисков¹⁵. В связи с этим значительная часть экономических исследований посвящена разработке моделей, стратегий и способов осуществления хеджирования с использованием сложного математического аппарата.

Дж. Бэр и О. Сэксон в своей экономико-правовой работе середины 20 века справедливо указывали на то, что основное назначение хеджа (т.е. системы страхующих сделок) - служить защитой от рисков существенного изменения цен и неплатежеспособности контрагентов. Защита обеспечивается компенсацией или «покрытием» покупки или продажи на одном рынке (рынке наличного, реального товара) противоположной покупкой или продажей на фьючерсном рынке¹⁶.

Известный экономист и специалист по деривативам Дж. Халл особенно подчеркивает очевидную и не нуждающуюся в доказательствах пользу хеджирования для тех хозяйствующих субъектов, которые занимаются производством, оптовой или розничной торговлей, оказанием услуг. Такие компании не являются профессиональными участниками финансовых рынков и не могут квалифицированно прогнозировать и использовать в своих целях многочисленные риски, связанные с колебаниями валютных курсов, цен на товары и т.п. Поэтому они полностью концентрируются на своей основной хозяйственной деятельности, а для защиты от финансовых рисков используют

¹⁴ Халл, Дж. К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты: Пер. с англ. М.; СПб.; Киев, 2007.; Де Ковни Ш., Такки К. Стратегии хеджирования. Пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 1996.

¹⁵ Круглов А.В. Эволюция инструментов хеджирования: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. Санкт-Петербург, 1996; Гурвич Н.И. Стратегии хеджирования товарных сделок на рынках нефти и нефтепродуктов: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. Санкт-Петербург, 2002.; Соколов П.И. Эффективное хеджирование на основе эконометрической оценки взаимосвязи валютных курсов: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. Москва, 2010.

¹⁶ Baer J.B., Saxon O.G. Op. cit. p. 218.

хеджирование¹⁷. В известной работе Ш. де Ковни и К. Такки отмечается, что хеджирование представляет собой деятельность тех лиц (хеджеров), которые устраняют риск путем заключения срочной сделки (открытия позиции) на одном рынке и заключения противоположного договора (покупка вместо продажи или наоборот) на другом, но экономически связанном рынке, - например, фьючерсном¹⁸.

Одно из современных и достаточно полных определений представлено в справочнике Федерального резервного банка Чикаго, согласно которому хеджирование представляет собой методику, используемую для достижения желаемого уровня риска, в соответствии с которой лицо заключает сделку (-и) (именуемую (-ые) хеджем), цена которой (-ых) отрицательно коррелирует с ценой тех активов или обязательств, которыми данное лицо располагает в настоящий момент. Целью является компенсация потерь на обратной стороне хеджа (т.е. потерь по уже имеющимся активам и обязательствам) доходами основной его стороны¹⁹.

В российской экономической литературе можно встретить сходные интерпретации рассматриваемого понятия. В частности, по мнению О.И. Дегтяревой, хеджирование - это «использование фьючерсного рынка для снижения ценового риска на наличном рынке». Хеджирующая сделка всегда соотносится со сделкой, заключаемой при осуществлении обычной хозяйственной деятельности, будучи её своеобразной заменой. Разумеется, для надлежащей корреляции договоры должны быть идентичными не только по своему предмету, но и по сроку²⁰.

Следует отметить, что цели и задачи хеджирования как деятельности по заключению сделок в рамках определенной системы не вызывают у исследователей разночтений и почти всегда отождествляются с сущностью этого

¹⁷ Халл, Дж. К. Указ. соч. С. 101.

¹⁸ Де Ковни Ш., Такки К. Указ. соч. С. 9

¹⁹ Understanding Derivatives: Markets and Infrastructure. A reference book about derivatives published by the financial markets group. Federal Reserve Bank of Chicago. URL: <https://chicagofed.org/publications/understanding-derivatives/index>, дата обращения: 17.01.2016.

²⁰ Дегтярева О.И. Биржевое дело: Учебник для вузов. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. С. 307.

понятия. Так, В.В. Капитоненко отмечает, что суть хеджирования состоит в «противостоянии риску финансовых операций и риску инвестиций, в том числе производственных»²¹. И.Ю. Милованов указывает на то, что сущностью хеджирования можно считать фиксацию с помощью производных финансовых инструментов приемлемого уровня цен будущих сделок, а его задачей - страхование обычных хозяйственных сделок от неблагоприятных изменений цен на рынке²². А.Ю. Скороход некоторым образом расширяет и дополняет вышеуказанные цели и задачи справедливым замечанием об издержках и рисках, присущих самому хеджированию и подлежащих обязательному учету, отмечая, что «целью хеджирования является достижение оптимальной структуры риска, то есть соотношения между преимуществами хеджирования и его стоимостью»²³.

Ещё один ракурс, с которого хеджирование рассматривается в экономической литературе, связан с разделением всего рынка биржевых и внебиржевых производных финансовых инструментов на функциональные составляющие в зависимости от целей использования таких договоров и соответствующего вида деятельности. В связи с этим можно выделить следующие основные группы участников: 1) хеджеры, 2) спекулянты, 3) арбитражеры. Субъекты, осуществляющие хеджирование и именуемые хеджерами (англ. «hedgers»), составляют одну из таких групп, тесно связанную с иными участниками торговли, имеющими единственную цель получения прибыли, - с арбитражерами (англ. «arbitrageurs»), использующими разницу в ценах аналогичных активов на различных рынках и биржах, и, в особенности, со спекулянтами (англ. «speculators»), чьи сделки связаны с ожиданиями продажи по более высокому курсу²⁴. Спекулянты в определенном смысле являются противоположностью хеджеров, однако спекулятивный капитал «оживляет»

²¹ Капитоненко В.В. Инвестиции и хеджирование: Учебно-практическое пособие для вузов. М.: «Издательство ПРИОР», 2001. С. 3.

²² Милованов И.Ю. Хеджирование финансовых рисков российскими компаниями на рынке производных финансовых инструментов: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. Ростов-на-Дону, 2012. С. 16.

²³ Скороход А.Ю. Хеджирование рисков инвесторов фьючерсами и опционами: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. Санкт-Петербург, 2003. С. 59-60.

²⁴ Stoll H.R. Options Trading in General. University of Pennsylvania, 1974. p. 8-14.

торговлю и позволяет хеджерам избавляться от рисков, поэтому «на рынках, где заключаются срочные сделки, редко ведут торговлю исключительно хеджеры»²⁵.

В правовой доктрине весьма немногочисленны специальные исследования, посвященные исключительно правовым аспектам хеджирования. Данные вопросы традиционно рассматриваются в рамках правовых исследований биржевой торговли, биржевых и внебиржевых деривативов, что наглядно иллюстрируется примерами из, прежде всего, зарубежных научных работ, в которых отражается, помимо прочего, понимание того, каким образом экономические отношения, связанные с хеджированием, могут опосредоваться правовыми нормами, для чего подобное регулирование необходимо и может ли оно быть предметом исследования правовой науки. Примечательно, на мой взгляд, что понятие хеджирования раскрывается в одном из наиболее авторитетных англоязычных правовых словарей *Black's Law Dictionary*, согласно которому глагол «хеджировать» подразумевает использование двух взаимокompенсирующих сделок для достижения состояния безубыточности - например тогда, когда покупатель товара страхуется от нежелательных ценовых колебаний заблаговременным его приобретением по фиксированной цене с поставкой в будущем²⁶.

Следует отметить, что в зарубежной доктрине обсуждается точка зрения, согласно которой сам факт появления современных форм деривативных договоров в 1970-х был предопределен невиданной ранее волатильностью финансовых рынков и возникшими в связи с этим потребностями в хеджирующих инструментах для управления ценовыми рисками²⁷. В то же время, по мнению американского профессора Дж. Маркема, первые форвардные и фьючерсные договоры в их современном виде появились ещё в 1800-х на американском Среднем Западе в связи с проблемами фермеров на рынке зерна. Постоянные сезонные обвалы цен вынуждали производителей продавать зерно ниже

²⁵ Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал. М.: Издательская группа «Прогресс», 1993. С. 246.

²⁶ *Black's Law Dictionary*. Ninth edition. West. 2009., p. 791.

²⁷ *Weber E. J. A Short History of Derivative Security Markets // University of Western Australia, Discussion Paper 08.10. June 2008. p. 1.*

себестоимости, что, в конечном итоге, привело к созданию форвардных договоров (форвардов) - первых срочных сделок купли-продажи с отложенным моментом исполнения по цене, устанавливаемой в момент заключения договора. Благодаря форвардам и появившейся позднее их стандартизированной форме - фьючерсам - производителям удалось решить важнейшую задачу практически полного устранения риска падения цен²⁸. Приведенные точки зрения при всем их различии сходятся в одном: ключевой причиной появления новых правовых средств осуществления хозяйственной деятельности в виде вышеуказанных договорных форм, приспособленных к актуальным экономическим условиям, являлась потребность в эффективной защите от рисков.

В связи с этим заслуживает внимания позиция Г. Райнера, который предлагает рассматривать хеджирование в виде так называемого «обратного воспроизведения», т.е. экономической нейтрализации собственной обязанности или права требования заключением «обратной сделки» с аналогичными условиями²⁹. «Обратная воспроизводимость» одновременно является имманентным свойством деривативов, поэтому они выступают в качестве основных инструментов хеджирования. Возможность хеджирования в данном случае предопределяется взаимной математической зависимостью денежных потоков на кассовом и срочном рынке. Стандартизированный рынок деривативов обеспечивает возможность в любой момент времени хеджировать («застраховать», «ликвидировать») позицию по срочной сделке «обратной сделкой» на кассовом рынке.

Данную точку зрения можно считать примером подхода, который, на мой взгляд, условно можно обозначить в качестве «инструментального»: хеджирование рассматривается в качестве особой деятельности сквозь призму сущности и специфики деривативных договоров, обладающих рядом уникальных свойств. Г. Райнер предлагает заслуживающую внимания классификацию

²⁸ Markham J.W. The Commodity Exchange Monopoly - Reform Is Needed, 48 Washington and Lee Law Review. 1991. p. 979.

²⁹ Райнер Г. Указ. соч. С. 59.

различных форм хеджирования по объектно-предметному критерию, т.е. по видам страхуемых рисков³⁰. Представляется целесообразным в целях пояснения данную классификацию снабдить соответствующими примерами заключения хеджирующих производных финансовых инструментах в различных хозяйственных ситуациях:

1. *Хеджирование с целью страхования реальных имущественных потерь по уже исполняемым договорам.* В качестве примера, на мой взгляд, можно привести ситуацию, когда российский производитель стали заключает с зарубежным контрагентом долгосрочный экспортный договор поставки своей продукции, валютой которого является доллар США. В момент заключения договора падение курса рубля обеспечивало существенную экономическую выгоду российскому экспортеру, однако постепенный рост курса рубля после нескольких периодов поставки начал значительно сокращать его рублевую выручку. В связи с этим экспортер может заключить валютный фьючерсный договор на покупку рубля с датой исполнения в момент истечения срока действия договора поставки или купить соответствующий валютный опцион, при этом стоимость деривативов будет в определенной пропорции соотноситься с величиной предполагаемых потерь по договору поставки. В случае продолжения роста курса российской валюты потери рублевой выручки полностью компенсируются доходами по деривативным договорам. Если движение курса рубля изменится, он начнет падать и выручка экспортера снова будет расти, то в случае покупки валютного опциона потери экспортера будут ограничены величиной опционной премии, а в случае заключения фьючерсного договора - его стоимостью, заведомо меньшей, чем приобретенные доходы в рублях, то есть экспортер всегда останется «в плюсе», хотя и ограничит потенциальный размер доходов. Более того, экспортер в случае устойчивого негативного тренда на валютном рынке всегда может ликвидировать позицию по заключенному фьючерсному договору. Данный пример, сочетающий требование в иностранной валюте и срочную валютную сделку, может иллюстрировать, согласно терминологии Г. Райнера, так

³⁰ Райнер Г. Указ. соч. С. 60-61.

называемое «частичное обратное воспроизведение», обусловленное возникновением «нового синтетического требования в национальной валюте»³¹.

2. *Хеджирование с целью уменьшения риска ценовых колебаний по будущим сделкам.* Г. Райнер называет такой хедж «антиципированными страховыми сделками» или «хеджированием платежного потока» (англ. «cash-flow hedging»). В данном случае вышеуказанный российский экспортер намеревается, например, в июне минимизировать риски падения цены на сталь в момент заключения будущего договора поставки в августе. Хеджирование будет осуществляться предварительным заключением в июне дериватива на продажу планируемого объема стали. В случае реализации ожиданий и падения рыночной цены стали потери по договору поставки на реальном рынке компенсируются прибылью в связи с закрытием позиции по деривативу, в случае повышения цены - наоборот. Так или иначе, но потери всегда компенсируются, а соответствующий риск устраняется, хотя при этом экспортер заведомо ограничивает размер прибыли по будущему договору поставки, которую он мог бы получить без хеджирования в случае значительного повышения цены на товар.

Первые две группы объединяют хеджирование конкретных сделок и поэтому именуются автором «микрохеджированием».

3. *Хеджирование как «портфельное» страхование*, т.е. страхование совокупности неоднородных имущественных рисков, проистекающих из неопределенного или динамически изменяющего набора имущественных интересов, которые могут быть связаны как со статикой гражданского оборота (например, принадлежащим на праве собственности недвижимым имуществом), так и с его динамикой (совокупностью различных договорных обязательств). Так, например, российский экспортер стали может аккумулировать в единый «портфель» свои валютные, ценовые, а также кредитные риски, связанные с повышением процентных ставок по кредитам, и попытаться использовать деривативы для хеджирования всего «портфеля».

³¹ Райнер Г. Указ. соч. С. 60.

4. *Стратегическое хеджирование или «макрохеджирование»*. Если при «портфельном» хеджировании страхуется риск хоть и обобщенный, совокупный, но способный к «расщеплению» на отдельные элементы по отдельным сделкам в конкретный момент времени, то при «стратегическом» хеджировании целью является страхование общеэкономического риска. Такой риск не может сводиться, даже аналитически, к конкретным имущественным потерям по конкретному обязательству, текущему или будущему. В качестве примера можно привести защиту от неблагоприятных последствий, вызванных коммерциализацией инновационного продукта конкурента, чьё появление на рынке перераспределяет потребительские предпочтения, снижает спрос на продукты хеджера и уменьшает объемы продаж. Реализация «макрохеджирования» может непосредственным образом влиять на эффективность одновременно использующихся стратегий «микрохеджирования».

Следует отметить, что Г. Райнер рассматривает хеджирование и с «целевой» точки зрения, указывая на то, что экономически обоснованными (т.е. имеющими хозяйственную цель) являются именно хеджирующие деривативные сделки. В связи с этим такие деривативы, вне всяких сомнений, не могут считаться игрой или пари и подлежат судебной защите, что подтверждается практикой Верховного федерального суда Германии (BGH, 20.12.1971) ³². Особое внимание нужно обратить на отражение данной позиции в практике договорного права, выразившееся в появлении отмечаемых Г. Райнером специальных предварительных соглашений о хеджировании, в котором стороны прямо фиксируют хеджирование в качестве цели заключаемых между ними сделок. Такого рода специальные договорные конструкции, на мой взгляд, являются хорошим примером непосредственной взаимосвязи и взаимовлияния договорных правовых форм и хеджирования как экономического института.

Несколько иной подход имеет место у американского правоведа К. Крэйвик, которая рассматривает хеджеров в рамках общего деления всех участников рынка деривативов на 1) так называемых «конечных пользователей» (англ. «end-users»)

³² Райнер Г. Указ. соч. С. 106.

и 2) дилеров. «Конечными пользователями» являются крупные корпорации, финансовые институты, даже государственные органы и организации, использующие деривативные сделки в качестве важнейшего инструмента получения полезного экономического эффекта для своей собственной деятельности в условиях постоянно меняющейся, глобализированной экономики, которая характеризуется множеством различных рисков³³. «Конечные пользователи», в свою очередь, также подразделяются на две группы: 1) хеджеров и 2) спекулянтов.

Хеджеры стремятся уменьшить риски по уже принадлежащим им активам заключением «компенсирующих» (англ. «offsetting») деривативных договоров, тогда как спекулянты, напротив, принимают на себя дополнительные риски и рассчитывают получить прибыль от ценовых колебаний исключительно за счёт торговли на рынке деривативов. Две эти группы участников рынка противопоставлены друг другу и, одновременно, тесно взаимосвязаны происходящим между ними в биржевой торговле обменом рисками: хеджер и спекулянт являются сторонами одной и той же деривативной сделки, при помощи которой хеджер экономически «перекладывает» свой риск на спекулянта³⁴. Однако в одном и том же деривативном договоре получить доход может только одна сторона, поэтому доходам хеджера всегда соответствуют убытки спекулянта и наоборот. В связи с этим К. Крэйвик называет торговлю деривативами «игрой с нулевой суммой» (англ. «zero-sum game»), тем самым обращая внимание на значение спекулянтов, являющихся практически единственными участниками рынка, соглашающимися принимать на себя дополнительные риски и привлекающими в биржевую торговлю дополнительные финансовые средства, в

³³ Krawiec K.D. More Than Just «New Financial Bingo»: a Risk-Based Approach to Understanding Derivatives // The Journal of Corporation Law. Volume 23. 1997. Number 1. p. 14.

³⁴ Данный «перенос» риска можно пояснить на вышеуказанном примере с российским экспортером, который способен заключить деривативный договор на продажу стали в соответствии с ожиданиями падения цены лишь потому, что на рынке в то же время присутствует спекулянт (например, инвестиционный фонд), который готов принять на себя этот риск падения цены и стать контрагентом экспортера в качестве покупателя. При этом спекулянт рассчитывает, напротив, на повышение цены, не имея при этом ограничений возможной прибыли, устанавливаемых хеджированием.

связи с чем их существование обеспечивает возможность хеджирования. Хеджеры при этом используют деривативы не только для минимизации последствий волатильности рынков, но и для снижения стоимости привлечения финансирования и даже для диверсификации его источников³⁵.

Представляется, что в позиции К. Крэйвик прослеживаются элементы подхода, который условно можно назвать «структурно-функциональным»: хеджирование исследуется посредством структурирования, разделения биржевого и внебиржевого оборота деривативных договоров на функциональные составляющие (спекулятивную и хеджирующую), которые, хотя и противопоставлены друг другу по своей направленности, в совокупности образуют единую финансовую систему. Более того, на мой взгляд, «структурно-функциональный» подход следует считать «синтетическим», объединяющим обозначенные выше «инструментальную» и «целевую» стороны исследуемого понятия. В связи с этим хеджирование идентифицируется через комплексную характеристику деятельности лица (хеджера), которое, заключая деривативные договоры согласно определенной методике, не просто осуществляет особый вид экономической деятельности, вспомогательной по отношению к основной хозяйственной деятельности, но и преследует при этом специальную экономическую цель, направленную на сокращение рисков, связанных с колебаниями цен, иных показателей объективного характера, наступлением случайных событий. Две стороны хеджирования, совмещенные в рамках одного подхода, позволяют, таким образом, создать целостное, завершенное представление о его понятии, основанном на единстве двух ключевых признаков («инструментальном» и «целевом»), необходимых и достаточных для определения хеджирования для нужд правового регулирования, то есть его правовой квалификации и разграничения со спекуляцией.

Представляется, что именно комплексное рассмотрение с позиции «структурно-функционального» («синтетического») подхода позволяет в итоге обозначить в завершенном виде некоторые теоретические основания правового

³⁵ Krawiec K.D. Op. cit. p. 15-16.

регулирования хеджирования. Будучи совокупностью экономических отношений, связанных с деятельностью по заключению гражданско-правовых деривативных договоров в целях сокращения рисков, проистекающих из сделок на реальном рынке вследствие изменения вероятностных показателей или наступления случайных событий, хеджирование может выступать в качестве объекта регулирования, основанного, главным образом, на частноправовых началах. Частноправовой характер регулирования хеджирования, на мой взгляд, находит своё подтверждение с точки зрения и «материального», и «формального» критериев деления права на частное и публичное. «Материальный» критерий основывается на выявлении тех характеристик объектов частноправового и публично-правового регулирования, которые можно считать существенными для их различения. Так, Г.Ф. Шершеневич указывал на то, что «только на различии бытовых отношений, нормируемых объективным правом, и может быть обосновано различие между публичным и частным правом»³⁶. В связи с этим «бытовые отношения», складывающиеся, например, между контрагентами в результате заключения гражданско-правового договора, регулируются правом постольку, поскольку государство хочет быть уверено в том, что каждый контрагент сможет обратиться к нему за защитой своих частных интересов в случае конфликта. При этом государство, по мнению Г.Ф. Шершеневича, не имеет никакого собственного интереса в исполнении данных конкретных договорных обязательств тем или иным образом, в выборе кредитора между принудительным взысканием или отказом от своих требований и т.д.³⁷ Именно такой тип отношений подлежит частноправовому регулированию - и представляется, что отношения, возникающие в результате заключения хеджирующих деривативных договоров, вполне такому типу соответствуют, будучи следствием реализации исключительно частных интересов, с одной стороны, хеджеров - в сокращении рисков, возникающих, как правило, при

³⁶ Шершеневич Г.Ф. Общая теория права. Выпуск третий. М.: Издание Бр. Башмаковых. 1912. С. 534.

³⁷ Там же.

осуществлении ими предпринимательской деятельности, с другой стороны, спекулянтов - в получении прибыли. С позиции так называемого «формального» критерия деление права на частное и публичное обусловлено спецификой не объектов, а методов и приемов регулирования. И.А. Покровский отмечал, что гражданское право есть система «юридической децентрализации»: государство в данном случае не принуждает частных лиц к вступлению в отношение обязательными предписаниями, ограничиваясь охраной отношений, сложившихся по свободной инициативе отдельных «маленьких центров», и установлением субсидиарных, «восполняющих», но не подменяющих частную волю норм³⁸. Б.Б. Черепахин считал, что частноправовое регулирование имеет децентрализованный характер и строится на действии принципа координации (в отличие от субординации (подчинении) в публичном праве) при вступлении субъектов в регулируемое отношение³⁹. В связи с этим следует отметить, что отношения, связанные с осуществлением хеджирования, имеют бесспорно «горизонтальный» характер и основаны на координации равных хозяйствующих субъектов, заключающих деривативные договоры своей автономной волей для достижения вышеуказанных частных интересов. Поэтому со всей определённой можно утверждать, что основу регулирования хеджирования в части формализации его ключевых, квалифицирующих признаков должны составлять частноправовые нормы.

Вместе с тем, на мой взгляд, сам факт частноправового закрепления общих положений о хеджировании в некотором смысле обособливает соответствующую часть оборота производных финансовых инструментов, отражая и подчеркивая вышеуказанную функциональную дифференциацию рынка деривативов на две противопоставляемые составляющие (хеджирующую и спекулятивную). Следует отметить, что «структурно-функциональный» подход в сочетании с так называемым «рисковым» пониманием рынка деривативов позволяет К. Крэйвик сделать выводы о возможностях эффективного правового регулирования рынка

³⁸ Покровский И.А. Основные проблемы гражданского права. М.: Статут, 1998. С. 39-40.

³⁹ Черепахин Б.Б. Труды по гражданскому праву. М.: Статут. 2001. С. 120.

производных финансовых инструментов в целом. По мнению автора, такое регулирование допустимо в той степени, в которой способно предотвратить появление «системных» рисков, угрожающих всей финансовой системе⁴⁰. Представляется, что подобный правовой механизм должен быть основан на системе запретов в отношении спекулянтов, обладающих значительным капиталом и заинтересованных исключительно в обогащении посредством получения прибыли от заключения деривативных договоров, и стимулирующих мер в отношении хеджеров, присутствие которых на рынке деривативов обусловлено потребностями в сокращении рисков, проистекающих из их основной деятельности. Целью такого регулирования должен быть разумный баланс публичных (общих) и частных интересов, необходимость которого совершенно справедливо подчеркивает В.В. Кулаков, отмечая при этом первоочередное значение нормативных правовых актов⁴¹. И хотя основой дифференцированного правового механизма, как уже было отмечено выше, следует считать именно частноправовую формализацию понятия хеджирования (его ключевых признаков), установление разнообразных преференций для хеджеров может осуществляться в том числе и публично-правовыми нормами, которые при этом будут отсылать к универсальному частноправовому понятию хеджирования. Таким образом, дифференциация рынка производных финансовых инструментов в рамках «структурно-функционального» подхода делает возможным и классификацию участников данного рынка по критериям их 1) целей, 2) способа ведения торговли, т.е. характера заключаемых деривативных договоров и их соотношением с договорами на рынке реального товара, что создает предпосылки для наделения их тем или иным правовым статусом.

Ещё один из методов исследования хеджирования в зарубежной правовой доктрине предполагает его рассмотрение в контексте системы способов сокращения рисков отдельно взятого корпоративного юридического лица. Если «инструментальный» подход является «деятельностным» и сосредоточен на

⁴⁰ *Krawiec K.D.* Op. cit. p. 5.

⁴¹ *Кулаков В.В.* Разумный баланс интересов как цель гражданско-правового регулирования // *Российское правосудие.* 2016. № 1. С. 174-175.

особенностях обратного воспроизведения финансовых потоков основной хозяйственной деятельности хеджера «компенсирующими» деривативными сделками, «целевой» подход рассматривает хеджирование как экономическую цель заключения деривативов, связанную с сокращением рисков особого рода, а «структурно-функциональный» («синтетический») подход позволяет на основе целостного представления о квалифицирующих признаках хеджирования рассматривать его в качестве объекта регулирования и изучать функциональные взаимосвязи в структуре всего рынка деривативов, то данный способ исследования рассматривает хеджирование на уровне отдельной корпорации (англ. «firm-level») в качестве разновидности так называемого «корпоративного страхования» (англ. «corporate insurance»), являющейся одним из наиболее эффективных способов сокращения рисков корпорации. При этом делается акцент на значении хеджирования для хозяйственной деятельности отдельно взятой корпорации и уделяется особое внимание возможностям регулирования хеджирования локальными корпоративными нормами и корпоративным законодательством, особенностям корпоративного управления страхованием рисков, а также, что очень важно, поиску при осуществлении хеджирования баланса между интересами самой корпорации, интересами её акционеров и интересами всех иных заинтересованных лиц, в том числе работников, кредиторов, государства и т.д. (англ. «stakeholders»)⁴². В рамках этого подхода использование хеджирующих стратегий исследуется, в частности, в контексте отдельных корпоративных институтов - например, опционов, предоставляющих право руководителям корпорации приобрести акции компании по определенной цене (англ. «executive stock options»). Хеджирование позволяет топ-менеджерам использовать полученные опционы с максимальной выгодой посредством

⁴² См. подробнее: *Krawiec K.D. Derivatives, Corporate Hedging and Shareholder Wealth: Modigliani-Miller Forty Years Later // University of Illinois Law Review, Vol. 1998, No. 1.*

заклучения ряда дополнительных сделок не с самой корпорацией, а с третьими лицами⁴³.

Российскую правовую доктрину в контексте темы настоящего диссертационного исследования можно разделить на два периода, дореволюционный и современный (постсоветский), что непосредственно связано с существованием бирж и возможностью заключать биржевые деривативные договоры, являющиеся правовыми средствами хеджирования. В СССР биржи функционировали лишь непродолжительное время в период НЭПа и были ликвидированы уже в 1930 году⁴⁴.

В дореволюционной правовой доктрине страхование коммерческих рисков не называлось прямо в качестве цели заключения биржевых сделок и соответствующего способа осуществления биржевой торговли. Выделяемые правоведами цели участников биржевой торговли и соответствующие способы их достижения сводились 1) либо к обмену реальными ценностями (в кассовых и поставочных срочных сделках), 2) либо к спекуляции, т.е. игре на разнице цен в целях быстрого обогащения (в расчетных срочных сделках, именуемых «сделками на разность»). При этом отношение к спекулятивным сделкам на разность у некоторых авторов было чрезвычайно отрицательным, что отражалось и на их оценке всех срочных биржевых сделок ввиду их имманентной «склонности» к переходу в расчетную форму и лишению, таким образом, «серьезного» характера⁴⁵. Н.И. Нерсесов указывал на то, что сделки без «серьезного намерения сторон к их реализованию» в иностранной судебной практике не обеспечиваются судебной защитой, и, более того, связывал все биржевые сделки исключительно со спекулятивными целями⁴⁶. В свою очередь, Е.А. Нефедьев подчеркивал, что

⁴³ *Schizer D.M.* Executive Stock Options and Derivatives: Tax as Corporate Governance Ally // Columbia Law School, Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 147. November 7, 1999. p. 2-12.

⁴⁴ Постановление ЦИК и СНК Союза ССР от 06.02.1930 «Об упразднении товарных бирж и фондовых отделов при них» // СЗ СССР, 1930, N 10, ст. 120.

⁴⁵ *Гольмстен А.Х.* Очерки по русскому торговому праву. Выпуск 1. С.-Петербург: Типография Д. В. Чичипадзе. 1895. С. 183-185.

⁴⁶ *Нерсесов Н.И.* Конспективный курс лекций по торговому и вексельному праву (посмертное издание, исправленное и дополненное А. Г. Гусаковым). М., 1896. С. 186.

цели срочных биржевых сделок связаны не столько с удовлетворением определенных жизненных потребностей, сколько с желанием получить выгоду, что и обусловило, в конечном итоге, появление расчетных сделок на разность⁴⁷.

В этом связи биржевые сделки рассматривались, прежде всего, в качестве биржевых договоров купли-продажи, конечной целью которых является «серьёзное», т.е. реальное, фактическое приобретение товара или ценной бумаги⁴⁸. С этой точки зрения заключение биржевых договоров, исполняемых реальной передачей базисного актива (поставочных сделок), преследовало те же цели, что и заключение внебиржевых договоров купли-продажи, но позволяло использовать организационно-технические преимущества биржи, связанные с упрощением поиска контрагентов, упорядочиванием расчетов, стандартизацией качества товара, эффективным разрешением споров, что в целом существенно снижало транзакционные издержки. Однако важно отметить, что, в частности, Н.И. Нерсесов всё-таки считал возможным кратко описать возможный позитивный эффект спекуляций, проявляющийся в мобилизации капиталов путем максимально широкого введения в оборот ценных бумаг компаний-производителей⁴⁹. Это небольшое замечание, хотя и относящееся к спекулянтам, вполне можно считать признаком постепенного развития представлений о возможностях управления капиталом посредством биржевой торговли. В связи с этим у А.Ф. Федорова можно встретить любопытное наблюдение о целевых различиях кассовых биржевых сделок с немедленным исполнением и срочных биржевых сделок: срочные сделки используются для спекуляций, кассовые - для «помещения капитала». При этом участники гражданского оборота предпочитают размещать капиталы вне пределов биржи, поэтому именно срочные спекулятивные сделки существенно преобладали на главных европейских биржах⁵⁰.

⁴⁷ *Нефедьев Е.А.* Торговое право. М.: Типолитография В.Р. Келлера, 1900. С. 543-544.

⁴⁸ *Гольмстен А.Х.* Указ. соч. С. 182.

⁴⁹ *Нерсесов Н.И.* Указ. соч. С. 185.

⁵⁰ *Федоров А.Ф.* Торговое право. Одесса: «Славянская» типография Е. Хрисогелос. 1911. С. 662-663.

Следует отметить, что несмотря на отсутствие в дореволюционной правовой доктрине понятия классического хеджирования в современном экономическом смысле, представления о риске и страховании в биржевой торговле не были чужды русским правоведам. При этом под риском понимался уже не обычный азартный риск в играх и пари, а спекулятивный риск в биржевых сделках, направленных на получение прибыли.

В одном из самых первых учебников торгового права П.П. Цитович анализировал биржевые операции, являвшиеся особыми сочетаниями (последовательностью или комбинацией) самостоятельных биржевых сделок и выступавшие в качестве приемов спекулятивной биржевой торговли⁵¹. Именно такие операции посредством срочных сделок воплощали в себе уникальные возможности, предлагаемые биржей и отсутствовавшие вне её пределов. В частности, П.П. Цитович, указывая на своеобразие «сделок на срок», отмечал их способность к «различного рода сочетаниям» - и не только друг с другом, но и с кассовыми сделками⁵². С учетом того, что второй отличительной чертой срочных сделок, по мнению П.П. Цитовича, являлась возможность их исполнения выплатой курсовой разницы (расчетная форма или «сделки на разность»), допускаемое автором сочетание кассового договора купли-продажи с немедленной реальной поставкой и расчетной срочной сделки, прогнозируемый платеж по которой будет взаимосвязан с величиной капитала, размещенного или полученного по кассовой сделке (т.е. с ценой договора купли-продажи), - такую комбинацию, по моему мнению, уже вполне можно считать примером операции, напоминающей хеджирование с «инструментальной» точки зрения.

Более того, П.П. Цитович прямо отмечал разнонаправленность заключаемых в комбинации сделок для достижения эффекта компенсации или, по крайней мере, минимизации риска: «шансы потери в одном направлении уравновесить или ослабить шансами заработка в другом направлении»⁵³. Эффект

⁵¹ Цитович П.П. Учебник торгового права. Киев: Издание книгопродавца Н. Я. Оглоблина. 1891. С. 248.

⁵² Там же. С. 241.

⁵³ Там же. С. 248.

страхования как связующая цель отдельных сделок в составе операции рассматривался правоведом через понятие «покрытия» на примере сделок с премией (опционов). Сторона, получившая премию (продавец опциона), на определенный срок «открывает» себя перед возможными потерями, проистекающими из права стороны, уплатившей премию (покупателя опциона), отступить от заключения договора. Если, например, продавец опциона не считает размер премии достаточным вознаграждением за приобретаемый риск, он может «покрыть» открытую им позицию заключением «обратной» сделки с премией, в которой он уже сам займет место покупателя опциона. При этом для выплаты премии могут использоваться в том числе денежные средства, полученные в качестве премии по первой сделке. «Покрывающие» срочные сделки могут быть любыми, как «твердыми», так и с премией - в этой свободе выбора любого из правовых средств, предлагаемых биржей, для включения в комбинацию кроются широкие возможности эффективного страхования, зависящие от выработанных методик торговли и, соответственно, от навыков её участников⁵⁴.

Примечательным является также проведенный П.П. Цитовичем анализ причин появления расчетной формы биржевых сделок, исполнение которых осуществляется выплатой разницы между ценой заключения и ценой исполнения сделки. Ученый справедливо указал на особое свойство базисных активов, являющихся предметом биржевых сделок: единственная их ценность для участника торговли заключается в свободной «превращаемости» в денежные средства⁵⁵, т.е. в ликвидности. Наличие у таких активов исключительно меновой стоимости, выраженной в деньгах, и отсутствие потребительной стоимости, т.е. полезности, обусловленной способностью удовлетворить ту или иную потребность, обеспечивают универсальный характер расчетных биржевых сделок. Универсальность позволяет не только свободно комбинировать и сочетать убытки и доходы по различным биржевым договорам, но и связывать их с денежными

⁵⁴ Цитович П.П. Указ. соч. С. 248-250.

⁵⁵ Там же. С. 250-251.

поступлениями или потерями по внебиржевым договорам, заключаемым в рамках обычной хозяйственной деятельности.

Несмотря на то, что биржевые сделки анализировались П.П. Цитовичем исключительно в контексте спекулятивных целей их заключения, ряд сделанных им наблюдений в отношении сделок с премией и сделок на разность представляются весьма важными для понимания хеджирования в современном смысле. Показательно, что данные вопросы были освещены именно в рамках правового, а не экономического исследования - и не в отдельной монографической работе, а в одном из самых первых и авторитетных учебников по торговому праву, что свидетельствует об актуальности рассматриваемых проблем для российской правовой науки уже в конце XIX века.

Замечания, аналогичные выводам П.П. Цитовича, можно встретить и в более поздней правовой литературе. Так, например, А.Ф. Федоров упоминал о комбинациях, «цепях» биржевых сделок, осуществляемых в целях компенсации возможных убытков от одних биржевых сделок выгодой, получаемой от других⁵⁶. Суть таких операций заключается в страховании или «покрытии» риска, принимаемого по исходной биржевой сделке, заключением последующей «однородной» сделки. Подобные комбинации самостоятельных сделок в целом вполне справедливо относились А.Ф. Федоровым к спекулятивным приемам биржевой торговли, однако если рассматривать «покрывающие» сделки в составе комбинации обособленно от исходной биржевой сделки - такие сделки по своему компенсационному характеру близки, на мой взгляд, к хеджирующим.

В российской правовой доктрине современного (постсоветского) периода изучение хеджирования обычно ограничивается либо весьма лаконичными упоминаниями, традиционно представленными в правовых исследованиях, посвященных биржам и биржевым сделкам, либо единичными работами, формально правовыми, но, по сути, рассматривающими исключительно экономические нюансы стратегий хеджирования в отдельных сферах

⁵⁶ Федоров А.Ф. Указ. соч. С. 670-671.

гражданского оборота⁵⁷. Примечательно, что в 1994 году в одном из первых исследований биржевых сделок Н.Б. Шеленкова при изучении правовой природы опционных договоров рассматривает вопросы ограничения возможных убытков как продавца, так и покупателя опциона, но не использует термин «хеджирование» даже при описании возможной нейтрализации рисков продавца опциона замещением позиции, т.е. соответствующим приобретением равнозначного опциона⁵⁸.

В более поздних исследованиях термин «хеджирование» упоминается довольно часто. Так, например, Т.В. Сойфер указывает на возможность «хеджирования фьючерсных сделок», используемого продавцами или покупателями реального товара в будущем для страхования коммерческих рисков, связанных с колебаниями цен⁵⁹. Для этого будущий продавец или покупатель реального актива сначала заблаговременно заключает соответствующий фьючерсный договор на продажу или покупку, а в дальнейшем, в момент продажи или покупки актива на реальном рынке ликвидирует свою позицию по фьючерсному договору противоположной сделкой. Данная позиция является примером, очевидно, «инструментального» подхода, рассматривающего хеджирование в качестве особой операции или системы последовательно заключаемых сделок.

М.Р. Саркисян полагает, что хеджирование является важным элементом эффективного и стабильного функционирования биржевого рынка. При этом автор непосредственным образом связывает «хеджинг» со стабилизацией издержек и доходов участников гражданского оборота в качестве одной из ключевых функций биржи⁶⁰. В свою очередь, М.А. Толчинский прямо называет

⁵⁷ Следует отметить как минимум одну такую работу: см. *Скачков Н.Г.* Указ. соч. С. 145-149.

⁵⁸ *Шеленкова Н.Б.* Правовая природа биржевых опционных операций: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 1994. С. 58-59.

⁵⁹ *Сойфер Т.В.* Сделки в биржевой торговле: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 1996. С. 120-121.

⁶⁰ *Саркисян М.Р.* Биржевое посредничество по законодательству Российской Федерации: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Краснодар, 2000. С. 29, 44.

хеджирование («биржевое страхование») в качестве такой функции⁶¹. В.М. Жуковский отмечает, что биржи осуществляют трансфер рисков между лицами, стремящимися от них избавиться (хеджерами), и теми, кто желает такие риски принять в надежде на потенциально не ограниченную прибыль (спекулянтами)⁶².

По моему мнению, представление о хеджировании как о функции, т. е. о важном направлении деятельности биржи, не совсем корректно. Хеджирование является деятельностью и, одновременно, целью и частным выбором не самого организатора торгового оборота, а непосредственных участников торговли. Более того, хеджирование может осуществляться срочными сделками (деривативными договорами) и на внебиржевом рынке. В связи с этим более уместным является утверждение о том, что биржа, разрабатывая и внедряя разнообразные биржевые контракты, создавая все необходимые условия для их заключения, тем самым обеспечивает возможность осуществлять эффективное хеджирование. При этом те же самые биржевые договоры могут быть использованы другими участниками торговли в совершенно иных целях, в том числе спекулятивных. Поэтому, например, Е.А. Абросимова, хотя и отмечает «биржевое страхование» при перечислении функций товарных бирж, но справедливо указывает на то, что биржа в этом контексте выступает не непосредственным субъектом хеджирования, а организатором торговли, создающим соответствующие условия для покупателей и продавцов реального товара⁶³. При этом функциональное разделение самого рынка внебиржевых и биржевых деривативных договоров на хеджирующую и спекулятивную составляющие, как уже отмечалось выше, является вполне корректным и обоснованным.

Следует отметить, что контекстуальное отождествление терминов «страхование» и «хеджирование» весьма распространено в российской правовой доктрине. Так, А.И. Кандыбка отмечает, что «фьючерсные сделки заключаются,

⁶¹ Толчинский М.А. Правовое регулирование биржевых сделок на фондовом рынке: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2007. С. 30.

⁶² Жуковский В.М. Правовое регулирование инвестиций в биржевую деятельность: на примере рынка ценных бумаг: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2007. С. 141-143.

⁶³ Абросимова Е.А. Организаторы торгового оборота: учеб. пособие. М.: Волтерс Клувер. 2011. С. 145.

как правило, не с целью покупки или продажи товара, а с целью спекуляции или страхования (хеджирования) сделок с наличным товаром⁶⁴», и справедливо указывает на значимость подобной дифференциации целей, поскольку она позволяет обособить хеджеров в отдельную группу участников торговли и наделить их льготным правовым режимом⁶⁵. По мнению Э.С. Петросяна, хеджирование является одной из функций срочных сделок и представляет собой «биржевое страхование от неблагоприятных ценовых колебаний» - настолько эффективное, что на Западе его начали использовать и в страховом деле⁶⁶. И.Г. Абраменкова полагает, что «хеджирование можно назвать разновидностью страхования цен на будущий период»⁶⁷. Последнее определение допустимо с позиций ценообразования в экономическом смысле, хотя с правовой точки зрения, на мой взгляд, представляется более правильным считать объектом хеджирования имущественные интересы, непосредственным образом связанные с риском неблагоприятных для хеджера ценовых колебаний или изменений иных показателей. В связи с этим примечательной является позиция А.С. Селивановского и Р.Э. Сулова, которые, констатируя в отдельном взятом судебном споре «страхование заёмщика» в качестве «смысла» заключенного процентного свопа, при этом обоснованно указывают на недопустимость произвольного отождествления страхового договора и страхования в широком смысле («страховой природы»)⁶⁸. Действительно, «страхование» как защита имущественных интересов, обеспечиваемая сокращением рисков, не может быть целью исключительно лишь договора страхования, что обусловлено бесспорным и закономерным разнообразием форм и способов риск-менеджмента.

⁶⁴ Кандыбка А.И. Правовое регулирование биржевых сделок на фондовом рынке: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Ростов-на-Дону, 2001. С. 133.

⁶⁵ Там же. С. 147.

⁶⁶ Петросян Э.С. Правовое регулирование биржевых сделок: На примере фьючерсного контракта: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2003. С. 16, 128. Аналогичной позиции придерживается также С.В. Сарайкин - см.: Сарайкин С.В. Правовое регулирование фьючерсного рынка: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2002. С. 6.

⁶⁷ Абраменкова И.Г. Биржевые сделки с ценными бумагами: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2002. С. 111.

⁶⁸ Селивановский А.С., Сулов Р.Э. Процентные свопы: бег на месте с препятствиями // Хозяйство и право. 2014. № 8. С. 96.

Несмотря на то, что с лексической точки зрения понятие хеджирования удобно раскрывать с использованием термина «страхование», представления о хеджировании не следует смешивать с классическими экономическими теориями страхования и соответствующим гражданско-правовым институтом. В частности, с экономической точки зрения, хеджирование не предполагает наличие страхового фонда, который, будучи «некоторой избыточной долей общественного продукта»⁶⁹, является материальной основой страхования и источником возмещения имущественных потерь. Также у хеджирования отсутствует в явной форме признак взаимности и общности страхования, выраженный в конкретном экономическом отношении с определенным кругом сторон, основанном на началах возмездности, что является ещё одним экономическим признаком страхования⁷⁰. С юридической точки зрения в рамках «инструментального» подхода, хеджирование, будучи экономической деятельностью по системному заключению деривативных договоров в их необходимой взаимосвязи с договорами в рамках основной хозяйственной деятельности, не является единым, цельным правоотношением и потому не соответствует первому юридическому признаку страхования по В.И. Серебровскому, рассматривавшему страхование в качестве самостоятельного, двустороннего правоотношения, основанного на страховом договоре или требованиях закона⁷¹. В связи с этим хеджирование также не отвечает признакам, являющимся свойствами единого страхового правоотношения, как-то: срочность, возмездность, ограниченность ответственности страховщика и др. Следует отметить, что хеджирование само по себе не имеет коммерческого характера - важнейшего, по мнению В.К. Райхера, признака буржуазного страхования⁷². Хеджирование не является самостоятельным предпринимательством, направленным на получение прибыли, будучи особой экономической деятельностью, вспомогательным по отношению к

⁶⁹ Райхер В.К. Общественно-исторические типы страхования. М.: Изд-во академии наук СССР, 1947. С. 6.

⁷⁰ Серебровский В.И. Страхование // Избранные труды по наследственному и страховому праву. Изд. 2-е, испр. М.: «Статут», 2003. С. 430-432.

⁷¹ Там же. С. 438.

⁷² Райхер В.К. Указ. соч. С. 90.

основной хозяйственной деятельности хеджера, которая, в свою очередь, чаще всего является предпринимательской. Более того, хеджирование, в отличие от спекуляций, находится в строгих рамках единственной цели, связанной с минимизацией ценовых рисков, что приводит не к увеличению прибыли, а к заведомому её ограничению ради сокращения риска.

Таким образом, стремление уменьшить риски у тех хозяйствующих субъектов, которые осуществляют предпринимательскую деятельность, иногда может противоречить их основной цели, связанной с получением прибыли, что на практике не позволяет абсолютизировать потребность в максимальном устранении рисков и вынуждает искать компромиссные решения⁷³. Вышесказанное не позволяет, на мой взгляд, согласиться с Р.С. Куракиным, рассматривающим хеджирование в качестве «самостоятельной», «осуществляемой на свой риск предпринимательской деятельности», направленной «в перспективе на систематическое извлечение прибыли»⁷⁴. Подобная точка зрения очевидным образом смешивает хеджирование с обычной спекуляцией и любыми иными формами инвестиционной деятельности, лишает понятие хеджирования собственного содержания и обесценивает его уникальное хозяйственное значение, что также существенно затрудняет возможность эффективной правовой регламентации ввиду неопределенности и несамостоятельности хеджирования как объекта регулирования.

Несмотря на вышеизложенные отличия, хеджирование, равно как и классическое страхование, является одним из способов «элиминирования риска» посредством его расщепления, перенесения на тех лиц, которые согласны его принять и при этом лучше приспособлены к нему, в том числе из-за их финансовых возможностей и профессионализма⁷⁵. В этом контексте можно провести некоторую аналогию между спекулянтами и страховщиками: спекулянты зачастую обладают значительным капиталом и являются

⁷³ См. подробнее: *Халл, Дж. К.* Указ соч. С. 125.

⁷⁴ *Куракин Р.С.* Биржевое право: учеб. пособие. Том II. М.: Юрлитинформ, 2011. С. 379.

⁷⁵ См. позицию Ч. Харди о сущности страхования, изложенную В.И. Серебровским: *Серебровский В.И.* Указ. соч. С. 427-428.

профессиональными, институциональными инвесторами, а страховщики осуществляют свою деятельность на основе лицензии и аккумулируют страховые взносы, формирующие страховой фонд. Следует отметить, что риски, минимизируемые хеджированием, в полной мере можно считать «измеримой неопределенностью»⁷⁶, не зависящей от воли хеджера. Примечательно, что категория риска в рамках понятия хеджирования в определенной степени соответствует и субъективному, и объективному подходу к понятию риска, традиционно представленным в правовой доктрине. Так, с субъективной точки зрения хозяйствующего субъекта, принимающего решение о необходимости хеджирования, риск вполне соответствует определению В.А. Ойгензихта, понимавшего под риском (*periculum*) «психическое отношение субъектов к результату собственных действий или действий других лиц, а также к результату объективно-случайных либо случайно-невозможных действий (событий), выражающееся в осознанном допущении отрицательных, в том числе невозместимых имущественных последствий»⁷⁷. С.Н. Братусь отмечал, что риск представляет собой допущение участником правоотношений непредвиденных, но «вероятностных» событий⁷⁸. Действительно, именно субъективное отношение лица к вероятности наступления обстоятельств, влекущих за собой неблагоприятные имущественные последствия (например, колебаний цен или процентной ставки), обусловленное его субъективной оценкой на основе имеющейся информации, умений и навыков прогнозирования, - предопределяет намерение лица заключить хеджирующий деривативный договор, в связи с чем можно констатировать наличие субъективного начала риска в контексте понятия хеджирования.

Вместе с тем, очевидно, что в основе хеджируемых рисков лежат фактические обстоятельства (изменения цен и иных показателей) вероятностного,

⁷⁶ Определение риска Ф. Найта см.: *Knight F.H. Risk, Uncertainty, and Profit*. Hart, Schaffner, and Marx Prize Essays, no. 31. Boston and New York: Houghton Mifflin. 1921. P. 233.

⁷⁷ *Ойгензихт В.А.* Проблема риска в гражданском праве (часть общая). Душанбе.: Издательство «Ирфон». 1972. С. 77.

⁷⁸ *Братусь С.Н.* Юридическая ответственность и законность. М.: Издательство «Юридическая литература», 1976. С. 178.

но объективного характера. В.А. Вячеславов справедливо отмечает, что категория риска всегда предполагает определенный негативный результат, последствие для соответствующего субъекта, при этом возникновение этого результата само по себе не требует наличия субъективного к нему отношения⁷⁹. Объективная характеристика риска отражена в его определениях, предложенных правоведами - сторонниками объективного подхода к пониманию риска. Так, например, по мнению А.А. Собчака, риск - это «всегда опасность возникновения неблагоприятных последствий (имущественного или личного характера), относительно которых неизвестно, наступят они или нет»⁸⁰. В связи с этим, представляется, что категория хеджируемого риска как элемент понятия хеджирования предполагает одновременное наличие субъективного и объективного начал: с одной стороны, риск предопределяет появление потребности в хеджировании и становится хеджируемым риском только в случае его субъективного допущения хеджером, с другой стороны, те вероятностные обстоятельства, которые анализируются хеджером в качестве рисковых, равно как и их неблагоприятные последствия, - безусловно, имеют объективный характер.

В контексте сопоставления хеджирования и страхования представляет определенный интерес и концепция «эвентуальной потребности» Гобби, согласно которой целью страхования является покрытие случайно возникающих имущественных потребностей, обусловленных весьма широким кругом возможных неблагоприятных последствий⁸¹. Очевидно, что изменение цены или иного показателя является достаточно конкретизированным обстоятельством, возможное наступление которого связывается хеджером с определенным моментом времени и порождает потребность в нейтрализации возможных негативных последствий, а также соответствующий интерес, который можно считать объектом хеджирования. Любопытно, что В.И. Серебровский, анализируя

⁷⁹ Вячеславов В.А. Распределение рисков в договорных обязательствах: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2008. С. 18.

⁸⁰ Собчак А.А. О некоторых спорных вопросах общей теории правовой ответственности // Правоведение. 1968. №1. С. 56.

⁸¹ Серебровский В.И. Указ. соч. С. 444.

теорию «эвентуальной потребности», приходит к выводу о том, что действительно универсальным признаком страхования следует считать идею «общего обеспечения возможной потребности», хотя и пересекающуюся с концепцией «эвентуальной потребности», но значительно от нее отличающуюся⁸². Данная идея заключается, по В.И. Серебровскому, в переносе сущностного «центра тяжести» страхования с его окончания, т.е. с различных негативных последствий и соответствующих им «эвентуальных» потребностей, на начальный этап, а именно на единую цель страхования, состоящую в получении общего «обеспечения», независимо от конкретного содержания отдельной потребности и конкретного негативного последствия⁸³. Представляется, что в отношении хеджирования применима, с некоторыми уточнениями, именно концепция «общего обеспечения возможной потребности»: единая цель хеджирования, наличествующая при заключении любого хеджирующего дериватива, заключается в устранении (сокращении) рисков, обусловленных различными вероятностными обстоятельствами с различными неблагоприятными последствиями в случае их наступления. Таким образом, универсальная цель хеджирования, в сущности, состоит в достижении общего состояния «защищенности» от риска, которое находит своё выражение в, прежде всего, упоминавшемся выше принципе «игры с нулевой суммой». Вышеизложенные замечания в рамках сравнения хеджирования и страхования позволяют, на мой взгляд, констатировать наличие у хеджирования двух юридических признаков страхования, отмечаемых В.И. Серебровским: рискованного характера и единой цели, направленной на получение «общего обеспечения возможной потребности»⁸⁴.

«Целевой» подход к понятию хеджирования в некоторых случаях может иметь существенное значение для правовой квалификации деривативных сделок, а также для предоставления хеджерам особых льгот, в том числе, например, привилегированного порядка заключения договоров, устанавливаемого

⁸² *Серебровский В.И.* Указ. соч. С. 444.

⁸³ Там же. С. 444-445.

⁸⁴ Анализ юридических признаков страхования см.: *Серебровский В.И.* Указ. соч. С. 439-447.

биржами⁸⁵. Идентификация хеджирования как обоснованной хозяйственной цели заключения сделок иногда позволяет отличить подлежащие судебной защите обязательства, проистекающие из действительных и законных деривативных договоров, от различного рода игр, пари и неправомерных действий. Э.С. Петросян приводит в качестве наглядного примера заключение Всероссийским текстильным синдикатом в 1930 году огромных по объему зерновых фьючерсных контрактов на Чикагской бирже, вызвавших существенную дестабилизацию рынка и ставших поводом для последующего расследования Конгресса США, не обнаружившего, однако, злоупотреблений ввиду хеджирующих целей заключенных контрактов⁸⁶. Характерно, что имеющиеся в российской правовой доктрине упоминания хеджирования иногда встречаются именно в «целевом» контексте при изучении правовой природы деривативов и их соотношения с играми и пари: так, В.А. Белов, сравнивая пари и расчетный валютный форвардный договор, справедливо указывает на то, что 1) мотивом валютного форварда может являться не обогащение, а избежание обесценения (инфляции) валюты, 2) если участие в пари не предполагает «оптимизацию распределения хозяйственных, предпринимательских и коммерческих рисков их участников», то одна из сторон расчетного форварда может в итоге «нивелировать» свои валютные риски⁸⁷ (т.е., по сути, осуществить хеджирование).

Своего рода «квалифицирующее» значение хеджирования как цели деривативного договора усматривалось в Постановлении Президиума ВАС РФ от 8 июня 1999 г. № 5347/98, в котором указывалось на необходимость наличия доказательств того, что расчетные форварды заключались с какой-либо хозяйственной целью - инвестиционной или, например, для минимизации риска по валютным контрактам. В силу отсутствия таких доказательств, нижестоящие суды квалифицировали форварды в качестве игровых сделок в соответствии со ст.

⁸⁵ См. подробнее: *Сарайкин С.В.* Указ. соч. С. 139-140.

⁸⁶ *Петросян Э.С.* Указ. соч. С. 26.

⁸⁷ *Белов В.А.* Игра и пари как институты гражданского права. // Законодательство. 1999. № 9. С. 21.

1062 Гражданского кодекса Российской Федерации (далее - «ГК РФ»)⁸⁸. Некоторые правоведы поддерживали подобный критерий для дифференциации деривативов и игровых сделок⁸⁹, другие же сомневались в правомерности такой квалификации и предлагали учитывать в качестве хозяйственных не только цели хеджирования, но и принятие на себя рисков хеджеров, сопровождаемое стремлением систематически извлекать прибыль, т.е. спекулятивные цели⁹⁰. В конечном итоге, данный вопрос был решен законодателем в 2007 году⁹¹ введением п. 2 ст. 1062 ГК РФ, который исключил применение правил об играх и пари к деривативным сделкам независимо от цели заключения последних⁹². Данное решение законодателя, на мой взгляд, является вполне оправданным в том числе и с точки зрения возможности осуществления хеджирования: рынок деривативов невозможно ограничить лишь хеджирующими договорами с учетом того, что одна из сторон таких договоров принимает на себя риски хеджера и практически всегда руководствуется исключительно спекулятивными целями. Представляется справедливой в связи с этим позиция Е.П. Губина и А.Е. Шерстобитова, которые в результате рассмотрения правовой природы расчетного форвардного контракта пришли к выводу об отсутствии оснований для квалификации такого рода отношений в качестве пари, указав на то, что расчетный форвард, по своей сути, является «двусторонней сделкой, гражданско-правовым договором, отвечающим основным принципам гражданского права»⁹³.

⁸⁸ Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 26.01.1996 № 14-ФЗ // СЗ РФ. 29.01.1996. № 5. ст. 410.

⁸⁹ Сарайкин С.В. Указ. соч. С. 121.; Абраменкова И.Г. Указ. соч. С. 34.

⁹⁰ Петросян Э.С. Указ. соч. С. 159.

⁹¹ Этому предшествовала позиция Конституционного Суда Российской Федерации, установившего, 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: см. Определение Конституционного Суда РФ от 16.12.2002 № 282-О «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, 30.12.2002, № 52 (2 ч.), ст. 5291.

⁹² Федеральный закон от 26.01.2007 № 5-ФЗ «О внесении изменений в статью 1062 части второй Гражданского кодекса Российской Федерации» // СЗ РФ, 29.01.2007, № 5, ст. 558.

⁹³ Губин Е.П., Шерстобитов А.Е. Расчетный форвардный контракт: теория и практика // Законодательство. 1998. № 10. С. 14.

Заслуживает внимания соотношение хеджирования как экономической цели договора в составе особой комбинации, системы сделок, подчиненных единой цели, и каузы (правовой цели) договора. *Causa* в римском праве представляла собой, по мнению И.Б. Новицкого, «ближайшую цель, ради которой заключается договор»⁹⁴ - например, приобретение вещи в результате заключения договора купли-продажи. Д.Д. Grimm указывал на то, что каузой является ожидаемый объективный результат сделки, и обоснованно подчеркивал её отличия от побудительных мотивов⁹⁵. Можно согласиться с В.С. Емом, который отмечает, что каузой является типичная для данного вида сделок правовая цель, реализация которой, по общему правилу, ведёт к достижению правового результата, и указывает на необходимость разграничения каузы и социально-экономических целей⁹⁶. В современной правовой доктрине можно также отметить, в частности, более развернутое определение каузы А.В. Кашаниным как «юридически значимой хозяйственной цели сделки, т.е. закреплённой соглашением сторон направленности сделки на взаимообусловленные предоставления сторон возмездных отношений, опосредуемые данной сделкой в целом или в части, либо направленности сделки на совершение предоставления при принципиальном отсутствии встречного предоставления»⁹⁷.

Цель хеджирования имеет бесспорно экономический характер, объединяя в единую операцию несколько самостоятельных сделок, каждая из которых, помимо совпадающей экономической цели, обладает каузой, соответствующей тому или иному типу договора. При этом один и тот же хеджирующий эффект, равно как и иные экономические цели, может быть достигнут заключением различных договоров с различными каузами, будь это получение или передача денежных средств по расчетному фьючерсному контракту или приобретение

⁹⁴ Новицкий И.Б. Римское право. М.: ТЕИС, 2002. С. 172.

⁹⁵ Grimm Д.Д. Лекции по догме римского права: Пособие для слушателей. Петроград: Государственная Типография. 1916. С. 102-103.

⁹⁶ Российское гражданское право: Учебник: в 2 т. Том I. Отв. ред. Е.А. Суханов. М.: Статут, 2014. С. 341-343. Автор главы 8 - В.С. Ем.

⁹⁷ Кашанин А.В. Кауза сделки в гражданском праве: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2003. С. 7.

права заключения договора купли-продажи по опциону. В данном случае экономическая цель связывает и взаимно обуславливает правовые цели отдельных сделок, входящих в состав комбинации. В то же время, хеджирование как цель следует отличать от мотива - простого побуждения или осознанной потребности, наличие которой предопределяет формирование релевантной цели⁹⁸. Ожидания обвала цен на товары у их производителей, опасения по поводу резкого повышения цен на сырьё у его переработчиков или у экспортеров в отношении скачкообразных изменений курсов валюты - всё это детерминирует появление соответствующей потребности, которая, в свою очередь, служит основанием для конструирования конкретной экономической цели, направленной на достижение прогнозируемого экономического эффекта в соответствии с точными параметрами выбранного объекта хеджирования. В конечном итоге, достижение экономической цели обеспечивается использованием правовых средств - договоров, правовые результаты исполнения которых (т.е. реализованные правовые цели), полученные в рамках определенной системы, приносят искомый экономический результат.

Соотношение хеджирования и каузы деривативных договоров в российской правовой доктрине представлено весьма краткими и неоднозначными замечаниями. Так, С.В. Сарайкин полагает, что хеджирование как экономическая цель поставочного фьючерса «проявляется в форме каузы сделки - получения реального (наличного) базового актива в собственность»⁹⁹. Данное утверждение, на мой взгляд, не совсем корректно, поскольку без дополнительных пояснений означает, по сути, совпадение экономической цели хеджирования и каузы сделки. Более уместным представляется указание на то что в рамках наиболее простого хеджирования экономическая цель может быть достигнута использованием всего

⁹⁸ О понятии мотива сделки см.: *Гримм Д.Д.* Основы учения о юридической сделке в современной немецкой доктрине пандектного права. Пролегомены к общей теории гражданского права. Т. I. СПб.: Тип. М.М. Стасюлевича, 1900. С. 232-233; *Ойгензихт В.А.* Воля и волеизъявление: Очерк теории, философии и психологии права. Душанбе: Издательство «Дониш», 1983. С. 41; *Российское гражданское право: Учебник: в 2 т. Том I.* Отв. ред. Е.А. Суханов. М.: Статут, 2014. С. 342-343.

⁹⁹ *Сарайкин С.В.* Указ. соч. С. 88.

лишь одного правового средства (поставочного дериватива) и получением одного правового результата - приобретения реального товара в собственность по необходимой цене и в нужное время. В свою очередь, И.Г. Абраменкова считает, что мотивом заключения хеджирующих сделок является «снижение, ограничение рисков, связанных с возможным колебанием цен, т.е. защита субъекта от возможной неблагоприятной для него ситуации на рынке реального товара», тем самым прямо отождествляя мотив с целью хеджирования¹⁰⁰. Подобное смешение двух различных категорий представляется совершенно необоснованным. Во-первых, имеющаяся у субъекта потребность в защите от неблагоприятных условий (т.е. общий мотив) может быть удовлетворена не только хеджированием, но и кредитованием, привлечением инвестиций, заменой контрагентов, оптимизацией отдельных хозяйственных рисков, диверсификацией производства, средствами классического страхования - и у всех этих способов есть собственная экономическая цель и соответствующие правовые средства её достижения. Во-вторых, по моему мнению, невозможно поставить знак равенства между потребностью, являющейся побудительным фактором осуществления деятельности, и целью как планируемым результатом определенных действий, составляющих выбранный способ удовлетворения этой потребности. Следует отметить, что И.Г. Абраменкова справедливо подчеркивает различие между целью хеджирования и каузой отдельного договора¹⁰¹, однако затем излагает весьма спорное суждение о том, что «независимо от цели использования фьючерсной сделки каузой заключения фьючерсных сделок будет игра на разнице цен дня заключения и дня исполнения сделки или дня смены позиции по данной сделке»¹⁰². Экономическая цель, безусловно, не может изменить типичную правовую цель договора, однако игра на разнице цен - это экономическая категория, которая не может быть каузой поставочных фьючерсных сделок в виде приобретения или передачи реального базисного актива в будущем по

¹⁰⁰ Абраменкова И.Г. Указ. соч. С. 25-26.

¹⁰¹ Там же. С. 25.

¹⁰² Там же. С. 112.

определенной цене или каузой расчетной их формы в виде приобретения или передачи денежной суммы в будущем.

Подводя итог вышеизложенным соображениям относительно понятия хеджирования, следует отметить, что на общем категориальном уровне к нему применимы два основных подхода, которые условно можно именовать «целевым» и «инструментальным» и примеры которых наличествуют в правовой и экономической научной литературе.

«Целевой» подход заключается в том, что хеджирование - есть экономическая цель заключения деривативных договоров, связанная с сокращением рисков, возникающих при осуществлении участниками гражданского оборота предпринимательской и (или) иной экономической деятельности, обусловленных нежелательными изменениями цен, иных стохастических показателей, наступлением случайных событий, которые могут повлечь за собой неблагоприятные для хеджеров последствия. Данная цель проистекает из рационального стремления хозяйствующих субъектов к стабильности, сокращению необоснованных издержек, защите от неблагоприятных условий, что составляет наиболее общий мотив хеджирования. Интересы хеджера заключаются в «стабильности своих доходов и расходов» «на условиях минимизации риска потерь от неблагоприятного изменения цены товара»¹⁰³. В данном контексте хеджирование часто именуется «страхованием», будучи, наряду с классическим страхованием, одним из способов элиминирования риска, что противопоставляет хеджирование спекуляции как игре на ценах в целях извлечения прибыли. Таким образом, хеджирование в определенном смысле соответствует некоторым юридическим признакам страхования: 1) наличию риска, вызывающего появление частного интереса в защите от последствий его реализации, 2) единой цели, связанной с «общим обеспечением возможной потребности». Единая цель хеджирования может объединять в

¹⁰³ Павлодский Е.А. Правовое регулирование сделок на биржевом рынке. М. : Норма, 2009. С. 50.

систему отдельные договоры, реализованные правовые цели которых обеспечивают в итоге необходимый экономический эффект.

С точки зрения «инструментального» подхода, хеджирование - есть особая экономическая деятельность вспомогательного характера, направленная на минимизацию (сокращение) или полное устранение рисков, возникающих в процессе хозяйствования хеджера. Эта деятельность осуществляется с помощью правовых средств - биржевых и внебиржевых деривативов. В данном контексте хеджирование является вспомогательной экономической деятельностью по отношению к основной, чаще всего предпринимательской деятельности хеджера. Исходной точкой (основанием) хеджирования следует считать сделку (совокупность сделок), заключаемую, как правило, при осуществлении обычной хозяйственной деятельности, а его объектом – интерес по сокращению (устранению) рисков, проистекающих из такой сделки (совокупности сделок). Сокращение рисков до приемлемого уровня достигается заключением «компенсирующих» деривативных договоров, то есть отрицательно коррелирующих, противоположных по отношению к исходной сделке. Хеджирование в представленном классическом понимании заведомо ограничивает прибыль хеджера ради минимизации риска и не является самостоятельной предпринимательской деятельностью - в ином случае оно необоснованно смешивается с спекуляцией и иными формами инвестиционной деятельности, использующими деривативы исключительно для извлечения прибыли. Вышеуказанные признаки хеджирования в рамках «инструментального» подхода с очевидностью свидетельствуют о его нетождественности страхованию.

Объединение двух подходов к понятию хеджирования формирует «структурно-функциональный» (или «синтетический») подход, позволяющий на основе целостного, завершенного понимания хеджирования рассмотреть его в качестве объекта правового (прежде всего, частноправового) регулирования, с учетом функциональной дифференциации рынка деривативов, обусловленной целевой направленностью осуществляемой деятельности по заключению

деривативных договоров (в целях хеджирования или спекуляции). Представляется, что на существенную значимость такого функционального разделения ещё в 1998 году косвенно, но весьма прозорливо указывали Е.П. Губин и А.Е. Шерстобитов, отмечая необходимость «учета публичного интереса на рынке производных финансовых инструментов», одной из функций которого является сокращение рисков хозяйствующих субъектов¹⁰⁴.

В результате комплексного изучения понятия хеджирования с позиции всех вышеуказанных подходов можно выявить, на мой взгляд, два основных признака хеджирования, необходимых для его квалификации и разграничения со спекуляцией, т.е. два квалифицирующих признака:

1) направленность на сокращение рисков неблагоприятных имущественных последствий ввиду изменения цен, иных показателей стохастического характера, наступления случайных событий;

2) реализация посредством деривативных договоров (производных финансовых инструментов), взаимосвязанных с тем хозяйствованием, которое порождает сокращаемые риски: деривативному договору должен соответствовать договор, заключенный на реальном рынке, т.е. в пределах основной хозяйственной (прежде всего, предпринимательской) деятельности хеджера.

Представляется, что правовую формализацию хеджирования, выстроенную с учетом сделанных в настоящем параграфе ключевых теоретических выводов о его понятии и квалифицирующих признаках, в полной мере можно считать условием развития, распространения и поощрения хеджирования в качестве современного и эффективного метода минимизации рисков хозяйствующих субъектов.

¹⁰⁴ Губин Е.П., Шерстобитов А.Е. Указ. соч. С. 14.

§ 2. Хеджирование как способ управления рисками: корпоративный аспект

Как уже отмечалось, одним из методов исследования хеджирования в правовой и экономической литературе можно считать его изучение в качестве способа управления рисками в контексте функционирования отдельно взятого корпоративного юридического лица. Хотя в трудах российских правоведов корпоративные аспекты осуществления хеджирования никак не представлены, зарубежная правовая доктрина уделяет им значительное внимание, изучая целый ряд актуальных проблем.

Представляется, что управление коммерческими рисками, их сокращение, структурирование, изменение на уровне отдельно взятой корпорации может осуществляться различными способами, реализуемыми посредством правовых инструментов: созданием предпринимательских объединений, реорганизацией, в том числе слияниями и поглощениями, заключением договоров страхования имущества и гражданской ответственности, расторжением высокорисковых инвестиционных договоров в пользу заключения более безопасных, но менее прибыльных, продажа непрофильного для основной хозяйственной деятельности или неликвидного имущества и др. Хеджирование - один из подобных методов, ставший доступным благодаря развитию соответствующих правовых средств (деривативных договоров), что подчеркивается в работах авторитетных правоведов - исследователей производных финансовых инструментов¹⁰⁵. Традиционно в правовой литературе хеджирование деривативами рассматривается в контексте его полезного эффекта для всей корпорации в целом, без детального анализа возможной выгоды и приращения благосостояния отдельных участников данной корпорации¹⁰⁶.

Дериватив, как правило, определяется в качестве двустороннего договора об обмене платежами, цена которого связана с базисным активом (валютой, товаром,

¹⁰⁵ *Macey J.R.* Derivative Instruments: Lessons for the Regulatory State // 21 Journal of Corporation Law. 1996. p. 69-71.; *Romano R.* A Thumbnail Sketch of Derivative Securities and Their Regulation // 55 Maryland Law Review. 1996. p. 2-6.

¹⁰⁶ См., в частности: *Becker B., Mazur Fr.-I.* Risk Management of Financial Derivative Products: Who's Responsible for What? // 21 The Journal of Corporation Law. 1995-1996. p. 178-179.

ценной бумагой), ставкой-ориентиром (англ. «reference rate» - например, средней процентной ставкой по краткосрочным кредитам, LIBOR и др.) или индексом (например, S&P 100)¹⁰⁷. При этом необходимо отметить, что критика использования деривативов, основанная на возможных финансовых потерях случайного характера, в научной литературе всегда связывается исключительно со спекулятивным опытом, но не с хеджированием¹⁰⁸. В связи с этим представляется весьма уместным и обоснованным мнение проф. Г. Ху о том, что хеджирование - по сути, единственная причина и сдерживающий фактор для законодателя не ограничивать торговлю деривативами максимально жесткими нормативными рамками¹⁰⁹.

Исходя из проведенного анализа понятия хеджирования, следует признать, что использование деривативов в хеджирующих целях позволяет хозяйствующим субъектам сокращать общие финансовые риски, связанные с нестабильностью величины получаемых субъектом денежных средств (т.е. денежного потока, составленного из денежного исполнения по договорам с контрагентами в рамках обычной хозяйственной деятельности, заемных средств по кредитным договорам и т.д.), что, в свою очередь, снижает возможность наступления кризисного (в том числе банкротного) состояния. Такая ситуация, безусловно, является выигрышной не только для самой корпорации и её участников, но и для руководителей (менеджмента), работников, кредиторов корпорации, контрагентов по коммерческим договорам - то есть, для всех лиц, заинтересованных в стабильном существовании юридического лица и осуществлении им нормальной хозяйственной деятельности (англ. «stakeholders», далее «заинтересованные лица»)¹¹⁰.

При этом, в рамках американского правопорядка в случае отсутствия в штате так называемого «статута заинтересованных лиц» (англ. «constituency

¹⁰⁷ *Krawiec K.D. Derivatives, Corporate Hedging and Shareholder Wealth: Modigliani-Miller Forty Years Later. University of Illinois Law Review, Vol. 1998, No. 1. p. 11.*

¹⁰⁸ *Romano R. Op. cit. p. 5.*

¹⁰⁹ *Hu H. T.C. Hedging Expectations: Derivative Reality and the Law and Finance of the Corporate Objective // 73 Texas Law Review. 1995. p. 994.*

¹¹⁰ См.: *Krawiec K.D. Op. cit. p. 14.*

statute», «stakeholder statute»)¹¹¹ руководство корпорации обязано действовать в пользу участников корпорации (в частности, акционеров), без учета интересов «заинтересованных лиц», не обладающих статусом участника¹¹². Наличие такого закона штата, напротив, в некоторых случаях прямо обязывает руководителей юридического лица учитывать интересы «заинтересованных лиц», не являющихся участниками корпорации: так, например, закон штата Делавэр возлагает на директоров дополнительные обязанности по соблюдению имущественных интересов кредиторов при принятии управленческих решений в том случае, если юридическое лицо является «фактическим банкротом», т.е. имеются основания для подачи заявления о банкротстве (признаки банкротства)¹¹³.

Если суть хеджирования состоит в такой методике заключения сделок, которая заведомо ограничивает прибыль корпорации (и, соответственно, дивиденды участников) ради обеспечения определенного уровня экономической стабильности, проистекающей из сокращения финансовых рисков, можно ли сделать вывод о том, что хеджирование более выгодно лицам, заинтересованным в устойчивом и длительном существовании корпорации (например, работникам как примеру категории «stakeholders»), нежели, например, акционерам - в том числе осуществляющим посредством своего участия в юридическом лице профессиональное инвестирование и имеющим единственной целью максимизацию своей прибыли? Допущение положительного ответа на данный вопрос создает предпосылки для имеющей место в американской правовой доктрине дискуссии о том, не противоречит ли тем самым хеджирование основам корпоративного права, зафиксированным в целом ряде значимых прецедентов¹¹⁴ и закрепляющим принцип первичности имущественных интересов участников

¹¹¹ О статутах, позволяющих органам управления корпорации учитывать интересы не только участников, но и иных заинтересованных лиц при принятии решений см.: *Bainbridge S.M. Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes // 19 Pepperdine Law Review. 1992. p. 973-974.*

¹¹² *Krawiec K.D. Op. cit. p. 14-15.*

¹¹³ *Hu H. T.C. Op. cit. p. 1028-1029.*

¹¹⁴ О традиционных правовых представлениях об основополагающем принципе управления корпорацией («с пользой и выгодой для участников корпорации») в США см. прецеденты: *Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668, 684 (Mich. 1919); Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).*

корпорации в процессе любой её деятельности, а также ответственность органов управления корпорации именно перед её участниками¹¹⁵. При этом, как уже отмечалось, в американской правовой доктрине преобладает подход к корпоративному хеджированию с позиции его эффекта для корпоративного юридического лица, но не для его участников или заинтересованных лиц¹¹⁶.

В экономической литературе доминирующей точкой зрения в отношении ключевой цели корпоративного управления является признание в качестве таковой максимизацию благосостояния не корпорации, а его участников¹¹⁷. При этом максимизация благосостояния участников заключается в обеспечении роста цены акций данной корпорации, определяющих капитальную рыночную оценку будущего дохода участников корпорации, дисконтированного к настоящему времени, т.е. уменьшенного в соответствии с издержками и рисками, которые будут сопутствовать его получению. Таким образом, основная задача руководства корпорации, с точки зрения экономической теории, - либо увеличивать суммарный будущий доход в номинальном значении, либо уменьшать ту дисконтную ставку, которая отражает риски предпринимательской деятельности корпорации и сокращает доход участников корпорации при его дисконтировании (приведении к настоящему моменту)¹¹⁸. Современная финансовая наука при этом исходит из того, что только системные риски (например, инфляционные) определяют дисконтную ставку¹¹⁹ - вследствие того, что несистемные риски могут быть успешно нейтрализованы самими участниками корпорации (инвесторами) посредством, например, диверсификации инвестиционного портфеля.

Основываясь на теории иррелевантности Модильяни-Миллера, некоторые экономисты придерживаются либо той точки зрения, что хеджирование корпорацией несистемных рисков не увеличивает её стоимость, поскольку

¹¹⁵ Подробнее о дискуссии см.: *Krawiec K.D.* Op. cit. p. 14.

¹¹⁶ *Hu H. T.C.* Op. cit. p. 986-987.

¹¹⁷ *Shapiro A.C., Titman S.* An Integrated Approach to Corporate Risk Management. In Joel M. Stern & Donald H. Chew, editors, *The Revolution in Corporate Finance*. Boston: Blackwell. 1986. p. 216.

¹¹⁸ Ibid.

¹¹⁹ *Roll R., Ross S.A.* The Arbitrage Pricing Theory Approach to Strategic Portfolio Management // *Financial Analysts Journal*, May-June 1984. p. 14, 19.

отдельно взятые участники корпорации способны справиться с несистемными рисками самостоятельно, заключая деривативные договоры для целей хеджирования их индивидуальных рисков, либо той позиции, что хеджирование на уровне корпорации не имеет никакого экономического смысла для ее участников, так как они уже являются диверсифицированными инвесторами, защищенными от несистемных рисков¹²⁰. Если одновременно учесть наличие издержек, связанных с осуществлением хеджирования, возникает вопрос о том, чем руководствуется менеджмент корпорации, ответственный перед её участниками, при заключении хеджирующих договоров. Ответ состоит либо в обычном игнорировании руководителями данной проблемы, либо не в полном совпадении интересов корпорации и её участников, проистекающем из разделения между фактом обладания правом собственности и осуществлением непосредственного контроля над имуществом, находящимся в собственности (англ. «separation of ownership from control»)¹²¹. Следует отметить, что руководство корпорацией чаще всего осуществляют не сами участники юридического лица, а привлеченные менеджеры, являющиеся наемными работниками. При этом в научной литературе традиционно обсуждаются проблемы, связанные с тем, что корпоративные решения принимаются менеджментом, а не самими участниками корпорации¹²², так как не во всех случаях, разумеется, их интересы совпадают в полной мере. Так, например, директор может учитывать личные интересы, принимая решение о слиянии компаний, следствием которого может быть смена действующего руководства. В связи с этим судебная практика в США уделяет особое внимание исследованию разумности и добросовестности руководителей корпорации при принятии некоторых решений¹²³.

¹²⁰ Duffie D. Futures Markets. Prentice Hall College Division. March 1989. p. 228-230.

¹²¹ Amihud Y., Lev B. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers // The Bell Journal of Economics Vol. 12, No. 2. Autumn, 1981. p. 605.

¹²² См., например: Bratton W.W., Jr. The «Nexus of Contracts» Corporation: A Critical Appraisal // 74 Cornell Law Review. 1989. p. 407.

¹²³ Krawiec K.D. Op. cit. p. 26.

Если профессиональные инвесторы, являющиеся участниками корпорации, зачастую являются «диверсифицированными», т.е. осуществляющими самостоятельное управление собственными рисками путем диверсификации объектов инвестирования, то директора и управляющие, напротив, исполняют трудовую функцию по трудовому договору или обязанности по гражданско-правовому договору у одного и того же лица, размер их заработной платы или вознаграждения при этом нередко зависит от финансовых показателей корпорации, находящейся в управлении¹²⁴. Более того, если принять во внимание тот факт, что реализация не хеджированных надлежащим образом несистемных рисков (связанных, например, с резкими изменениями курса валюты или неисполнением контрагентами обязательств по предпринимательским договорам) может привести к финансовому кризису корпорации или даже её банкротству, то такие негативные последствия самым пагубным образом отразятся на профессиональной репутации директора. При этом американское корпоративное право традиционно оставляет вопросы и хеджирования, и инвестиций на свободное усмотрение директора в рамках действия «правила защиты делового решения»¹²⁵. Исходя из вышеуказанных обстоятельств, можно сделать предположение о том, что руководитель корпорации, крайне заинтересованный в сокращении рисков и обладающий существенной автономией при принятии такого рода решений, имеет возможность в том числе полностью игнорировать имущественные интересы участников корпорации, даже если кому-то из них хеджирование причинит убытки. В связи с этим широкое распространение деривативных договоров в качестве правовых средств хеджирования ставит перед корпоративным правом вопросы адекватности и полноты регулирования.

Положительное значение и полезный эффект хеджирования в контексте существования различных групп интересов на корпоративном уровне целесообразно показать в сравнении с другим способом сокращения рисков,

¹²⁴ *Amihud Y., Lev B. Op. cit. p. 606.*

¹²⁵ См. один из ключевых прецедентов, закрепивших содержание данного правила: *Joy v. North*, 692 F.2d (2d Cir. 1982). p. 880, 885-886.

реализуемых корпорацией при помощи правовых средств. Так, например, один из видов реорганизации, так называемые «конгломеративные слияния» (англ. «conglomerate mergers»), т.е. слияния юридических лиц, осуществляющих хозяйственную деятельность в различных, разнородных отраслях, также рассматриваются в научной литературе в качестве правового инструмента, который, с одной стороны, уменьшает изменчивость платежного потока, увеличивает стабильность финансовых показателей, но, с другой стороны, может быть причиной конфликта интересов директоров и участников корпорации¹²⁶. Вместе с тем, практика применения такого правового средства показывает, что с экономической точки зрения оно зачастую является неэффективным и не приносит выгоду ни для корпорации, ни для ее участников¹²⁷, которые способны осуществить личную инвестиционную диверсификацию при помощи более простого и удобного правового инструмента - договора купли-продажи акций (доли) той компании, слияние с которой или поглощение которой планировалось. При этом разумно предположить, что различные издержки, сопутствующие слиянию двух корпораций, существенно превысят расходы участников корпорации на, например, брокерское вознаграждение - и в связи с этим подобные слияния и поглощения скорее нанесут ущерб имущественным интересам участникам. Между тем, хеджирование как результат одного из видов управленческих решений, напротив, благоприятным образом сказывается на капитализации компании. Даже если предположить, что хеджирование, минимизируя исключительно несистемные риски, неспособно уменьшить дисконтную ставку, вместе с тем, оно предотвращает существенное уменьшение ожидаемого платежного потока компании, т.е. самой дисконтируемой величины.

Более того, представляется обоснованным утверждение о том, что хеджирование не ограничивается сокращением исключительно несистемных рисков (т.е. конкретных рисков, присущих хозяйственной деятельности

¹²⁶ Levy H., Sarnat M. Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case For Conglomerate Mergers // 25 Journal of Finance. 1970. p. 795-796.

¹²⁷ Ibid.

конкретного лица, - например, рисков неисполнения договорных обязательств контрагентами). Так, риски колебаний валютных курсов или изменения процентных ставок по кредитам, которые могут затрагивать всех хозяйствующих субъектов в пределах как отдельной отрасли, так иногда и всей экономики, имеют явно системный характер. При этом такого рода риски успешно хеджируются заключением деривативных договоров именно самой корпорацией, но не отдельными её участниками, которые могут столкнуться с весьма существенными затруднениями. Так, отдельные участники (в особенности, физические лица) могут испытывать сложности с доступом к некоторым правовым средствам – например, в связи с невозможностью заключения внебиржевых деривативов из-за нормативных ограничений¹²⁸.

Даже в случае отсутствия правовых запретов заключение внебиржевого дериватива отдельным участником с большой вероятностью будет менее экономически эффективным, чем хеджирование на уровне корпорации, использующей выгоду от эффекта масштаба¹²⁹. Более того, корпорация, как правило, располагает несравнимо большей информацией о состоянии рынка и контрагентах, может использовать значительно более существенные ресурсы для разработки стратегии и отдельных методик хеджирования, участия в переговорном процессе, нежели большая часть её участников. Всё это в совокупности предопределяет эффективность и обоснованность корпоративного хеджирования как реализуемого правовыми средствами особого вида экономической деятельности по сокращению системных и несистемных рисков, которое в том числе соответствует имущественным интересам участников корпорации.

Помимо минимизации системных и несистемных рисков, хеджирование может способствовать сокращению целого ряда транзакционных издержек,

¹²⁸ Так, например, российское законодательство лишает судебной защиты внебиржевые деривативные сделки, заключенные гражданами (в том числе индивидуальными предпринимателями), а также внебиржевые деривативные сделки без участия банка или профессионального участника рынка ценных бумаг: см. ниже.

¹²⁹ *Duffie D. Op. cit. p. 230.*

обеспечивая тем самым заметную экономическую выгоду как для всей корпорации, так и для её отдельных участников. Так, например, в качестве объекта хеджирования рассматриваются прямые и не прямые банкротные издержки¹³⁰. Под прямыми издержками понимаются, прежде всего, юридические и организационные расходы, тогда как непрямыми можно считать негативные имущественные последствия, связанные с усложнением поиска контрагентов и договорной работы для лица, находящегося в предбанкротном состоянии, ставшем известным для других субъектов. Очевидно, однако, что наличие издержек такого типа не может быть универсальным обоснованием целесообразности хеджирования, которое осуществляют в том числе финансово благополучные компании. В этом смысле более распространенным и общим видом рисков, предопределяющих необходимость хеджирования, являются издержки взаимодействия с «заинтересованными лицами», не расположенными к риску (англ. «risk-averse stakeholders»), среди которых можно отметить наемных работников, менеджеров и контрагентов (например, поставщиков или клиентов). Данная категория лиц в отличие от участников корпорации, многие из которых являются профессиональными инвесторами, не способна эффективно сокращать диверсификацией риски, связанные с хозяйственной деятельностью юридического лица, и потому сильно от него зависит. В связи с этим некоторые исследователи справедливо указывают на то, что такие субъекты крайне чувствительны к тем рискам, которые могут угрожать стабильному существованию компании¹³¹, что может привести, даже в случае ложных предположений о несостоятельности юридического лица, к падению производительности труда, расторжению трудового договора по инициативе квалифицированного работника, отказу постоянного поставщика от пролонгации долгосрочного договора и т.д. Одним из ярких примеров негативного поведения заинтересованных лиц также можно считать отказ потребителей пользоваться

¹³⁰ Nance D.R., Smith C.W., Smithson C.W. On the Determinants of Corporate Hedging // The Journal of Finance. Vol. 48 № 1. 1993. p. 267, 269.

¹³¹ Mayers D., Smith C.W. On the Corporate Demand for Insurance // The Journal of Business, Vol. 55, No. 2. 1982. p. 281.

услугами в определенных сферах (например, медицинскими услугами или авиаперевозками) в том случае, если у них есть подозрения в отношении финансового благополучия услугодателя¹³².

Такого рода риски существенно снижаются в том случае, если корпорация осуществляет эффективное хеджирование, обеспечивающее стабильность финансовых показателей и, одновременно, демонстрирующее заинтересованным лицам разумность и обоснованность хозяйственной деятельности. Если же хеджирование не осуществляется, для предотвращения негативных последствий компания практически всегда вынуждена закладывать издержки на своего рода «премии за риск» (англ. «risk premium»), выражающиеся в увеличении заработной платы или системе премирования, вознаграждениях (бонусах) управляющему (директору), гибкому ценообразованию в договорах с поставщиками и т.п.¹³³ В данном случае юридическое лицо всегда находится в процессе поиска оптимальной величины «премии за риск», которая способна нейтрализовать все опасения «заинтересованных лиц» (особенно в сложных макроэкономических условиях). Если же баланс в какой-то момент нарушается и премия все-таки становится неадекватной, «заинтересованное лицо» по своей инициативе в одностороннем порядке прекращает (или не оформляет) договорные отношения, поэтому компания терпит дополнительные издержки, связанные с рекрутированием новых работников, управляющих, поиском и переговорами с долгосрочными поставщиками, оформлением договорных отношений и т.д.

В экономической литературе отмечается, что внеплановая смена руководства корпорации влечет за собой весьма существенные издержки¹³⁴. Можно предположить, что незапланированное прекращение трудовых отношений с ценными квалифицированными работниками может также повлечь за собой снижение производительности труда, качества продукции с падением прибыли, уход постоянных клиентов и др., что, в конечном итоге, негативно отражается на

¹³² См. подробнее: *Shapiro A.C. Titman S.* Op. cit. p. 222.

¹³³ О механизме уплаты премии за риск см.: *Ibid.* p. 221.

¹³⁴ *Furtado E. P.H., Karan V.* Causes, Consequences, and Shareholder Wealth Effects of Management Turnover: A Review of the Empirical Evidence // *Financial Management*. Vol. 19, No. 2. 1990. p. 68.

имущественных интересах участников корпорации. Представляется, что даже в случае успешного заключения новых договоров (трудовых и гражданско-правовых) с новыми субъектами, компания уже сразу снова будет вынуждена искать способы оптимального использования премий за риск посредством специальных договорных условий: о компенсации в случае приостановления хозяйственной деятельности, досрочного расторжения договора по инициативе работодателя, о неустойке в пользу контрагента в случае нарушения ковенантов (заверений об обстоятельствах, в том числе финансового характера) и т.д. Так или иначе, но негативные предположения в отношении финансовой стабильности компании, даже изначально безосновательные, приводят к прекращению договорных отношений с частью заинтересованных лиц, что уменьшает доход корпорации, что, в свою очередь, создает предпосылки уже для действительной несостоятельности.

В целом, необходимо отметить, что неизбежными и потому наиболее актуальными правовыми последствиями отсутствия хеджирования среди видов экономической деятельности, осуществляемой корпорацией, являются не признаки банкротства, а необходимость постоянных изменений в системе договорных связей и, соответственно, в договорной работе организации. Эти корректировки связаны с попытками подстраивания договорных отношений под совокупность рисков, в полной мере присущих хозяйственной деятельности корпорации при отсутствии хеджирования: вынужденные изменения договоров в пользу наемных работников, в том числе директоров, и контрагентов (поиск оптимальной «премии за риск» для заинтересованных лиц), вынужденное осуществление процедуры расторжения договоров по инициативе заинтересованных лиц, процесс разработки, согласования договорных условий и заключения новых договоров с новыми субъектами и др.

Хеджирование, в свою очередь, способно в значительной степени устранить потребность в такого рода перманентном процессе «настройки» договорных отношений с заинтересованными лицами, существенным образом стабилизируя и упорядочивая систему договорных связей в условиях эффективного устранения

основных рисков хозяйственной деятельности лица. При этом в случае отсутствия системы действий по минимизации рисков (так называемой «политики хеджирования», обычно закрепленной в локальном нормативном акте) корпорация с большой вероятностью для компенсации появившихся имущественных потерь будет использовать заемный капитал¹³⁵, что может повлечь за собой определенные негативные последствия в виде снижения конкурентоспособности по сравнению с теми участниками рынка, которые, осуществляя хеджирование и сэкономив на обслуживании долговых обязательств, могут предпринимать активные действия по расширению своей доли на рынке¹³⁶. Вместе с тем, если увеличение долговых обязательств в связи с заключением, например, кредитных договоров повышает риски несостоятельности, а хеджирование - напротив, общие финансовые риски снижает, то логично предположить, что заключение хеджирующих договоров будет расширять возможности компании по привлечению заемных средств. Таким образом, хеджирование, с одной стороны, исключает вынужденное и излишнее увеличение объема кредитных обязательств, компенсирующих имущественные потери, ввиду стабилизации доходов компании, с другой стороны, позволяет привлекать большее количество кредитов для целей нормальной хозяйственной деятельности.

Представляется, что хеджирующие деривативные договоры как правовое средство сокращения рисков могут являться частичной заменой не только для упомянутых выше конгломеративных (разноотраслевых) слияний юридических лиц, но и для их вертикальной интеграции (например, в составе холдинга). Компании, осуществляющие хозяйственную деятельность в рамках одной производственной или технологической цепочки, чрезвычайно заинтересованы в стабильных и устойчивых поставках сырья, материалов, субпродуктов, топлива и др. по предсказуемым ценам - как с точки зрения покупателей, так и с точки зрения поставщиков. По этим причинам юридические лица зачастую принимают

¹³⁵ О возможностях использования заемного капитала см.: *Greenwald B.C., Stiglitz J.E. Asymmetric Information and the New Theory of the Firm: Financial Constraints and Risk Behavior // American Economic Review, 1990, vol. 80. p. 160.*

¹³⁶ *Krawiec K.D. Op. cit. p. 59-61.*

решение о создании предпринимательского объединения вертикального (холдингового) типа на основе экономического контроля, устанавливаемого имущественным или договорным способом¹³⁷. Вместе с тем, в том случае, если, например, станкостроительное предприятие заключает хеджирующие договоры для устранения рисков ценовых колебаний на стальной прокат или уголь, хеджер получает эффект, аналогичный результатам вертикальной интеграции: цены на важнейшие для хозяйственной деятельности товары стабилизируются на приемлемом уровне.

Разумеется, хеджирование не способно заменить собой производственную координацию, объединение технологических процессов и другие существенные преимущества вертикальной интеграции, однако возможность некоторой субституции в части минимизации ценовых рисков представляется весьма обоснованной. Соотношение предпринимательского объединения холдингового типа и хеджирующих деривативов как двух видов правовых средств, используемых для достижения экономической цели, наглядно иллюстрирует два значимых вывода: с одной стороны, хеджирование не может быть всеобъемлющей и равноценной заменой для всех иных видов управления коммерческими рисками (среди них можно отметить, например, различные формы реорганизации юридического лица и создание предпринимательских объединений, сокращение объема кредитных обязательств, заключение страховых договоров, изменение инвестиционной политики в пользу менее рискованных объектов инвестирования и др.¹³⁸); с другой стороны, ввиду универсального и всеобщего характера своего объекта (минимизируемых рисков) хеджирование связано со многими другими способами управления рисками, пересекается с ними и может выступать частичным, но эффективным субститутотом.

¹³⁷ См. о способах установления контроля в холдинге: *Парфенов И.А.* Управление холдингом в нефтегазовом комплексе (Правовые аспекты). Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.13. Тюмень. 1999. С. 69.

¹³⁸ О различных видах управления рисками см.: *Nance D.R., Smith C.W., Smithson C.W.* Op. cit. p. 270-271.

Следует признать, что не все компании могут осуществлять хеджирование с одинаковым успехом, равно как и не все хозяйствующие субъекты в одной и той же степени испытывают необходимость в сокращении рисков. Так, в частности, исследователи отмечают, что положительный экономический эффект масштаба проявляется и в величине транзакционных издержек при заключении деривативных договоров, что является преимуществом для крупных корпораций¹³⁹. Очевидно также, что потребность в минимизации рисков является наиболее насущной в хозяйственной деятельности тех лиц, чьи доходы подвержены частой и заметной волатильности (например, в связи с постоянными сезонными изменениями цен на выпускаемую продукцию или колебаниями курсов валют при экспорте/импорте товаров).

Примечательно, что актуальность хеджирования для того или иного хозяйствующего субъекта может зависеть не только от экономических, но и от правовых факторов. Ряд исследований свидетельствуют о том, что мотивы заключать хеджирующие деривативные договоры могут сильнее проявляться в тех сферах экономики, которые испытывают меньшее регулятивное воздействие¹⁴⁰. Представляется, что существенная урегулированность отдельных видов предпринимательства иногда может ограничивать возможности как для инвестиционной, так и для хеджирующей деятельности, что обусловлено, в частности, значительным совпадением правовых средств для их осуществления (например, биржевых деривативов). Также весьма интересным обстоятельством правового характера, имеющим возможное влияние на принятие решения о хеджировании, является факт обладания руководителями корпорации её акциями или же только соответствующим опционом. Существенная волатильность доходов компании приводит к волатильности стоимости акций, что, без сомнений, увеличивает цену опциона и может принести его держателю (в данном случае - руководителю корпорации) дополнительную выгоду, что, в свою очередь,

¹³⁹ Nance D.R., Smith C.W., Smithson C.W. Op. cit. p. 269.

¹⁴⁰ Mian S.L. Evidence on Corporate Hedging Policy // The Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol. 31, No. 3, 1996. p. 422.

может негативно сказаться при принятии органами управления юридического лица решения о хеджировании, цель которого - устранение вышеуказанной волатильности¹⁴¹.

Помимо вышеуказанных факторов и общих условий, формирование мотива, т.е. осознанной потребности заключать хеджирующие договоры, осуществляется с учетом оценки экономической целесообразности с точки зрения степени соответствия хеджирующих договоров имущественным интересам как корпорации, так и её акционеров. В связи с этим потенциальная эффективность хеджирования определяется соотношением возможной выгоды от сокращения рисков и издержек хеджирования - как прямых, так и косвенных. Содержание прямых издержек проистекает из проведенного ранее в настоящей работе теоретического анализа понятия хеджирования: являясь экономической, но не предпринимательской деятельностью, хеджирование предполагает заведомое ограничение прибыли (или отказ от дополнительной прибыли). Косвенные издержки могут включать в себя затраты на заработную плату по трудовому договору или вознаграждение по гражданско-правовому договору со специалистами, ответственными за систему управления рисками в организации, техническое оснащение (например, средства доступа к электронным биржевым торгам), транзакционные издержки в том случае, если хеджирование осуществляется внебиржевыми деривативами (в случае заключения биржевых договоров такого рода издержки практически полностью устраняются)¹⁴².

Вместе с тем, представляется, что изложенные выше соображения относительно значения хеджирования в предпринимательской деятельности корпорации позволяют сделать вывод о преимуществах такого способа управления рисками, достаточных для того, чтобы рассматривать хеджирование в качестве одного из обычных видов экономической деятельности хозяйствующего субъекта, вспомогательного по отношению к предпринимательской деятельности,

¹⁴¹ *Tufano P. Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry // Journal of Finance, vol. 51, issue 4, 1996. p. 1118.*

¹⁴² О различных видах издержек хеджирования см.: *Mian S.L. Op. cit. p. 424.*

охватываемого текущим руководством компанией и не являющегося результатом экстраординарных и единичных управленческих решений. Очевидно при этом, что, с учетом рассмотренного выше возможного конфликта интересов по поводу хеджирования как между группами участников корпорации, так и между участниками и «заинтересованными лицами» («stakeholders»), органы управления юридического лица для соблюдения добросовестности и разумности при принятии решения о хеджировании должны осуществить некоторый предварительный анализ его обоснованности. Так, в частности, руководство корпорации может заблаговременно определить актуальность и насущность потребности отдельных участников в корпоративном хеджировании - особенно это касается крупных институциональных инвесторов (например, банков и страховых компаний), которые практически всегда осуществляют собственную деятельность по сокращению своих рисков, в том числе связанных с их участием в данном юридическом лице¹⁴³.

Более того, в этом контексте разумным представляется не только разработка и принятие в виде локального нормативного акта (или части другого акта - например, регулирующего инвестиционную деятельность компании) политики хеджирования, которая бы в том числе предполагала учет различных позиций отдельных групп участников корпорации и «заинтересованных лиц», но и максимально возможное раскрытие содержания данной политики для участников корпорации, способствующее их адекватной оценке потенциального влияния заключения хеджирующих договоров на собственные имущественные интересы. Политика хеджирования может включать в себя типы деривативных договоров, используемых корпорацией для хеджирования, виды коммерческих рисков, подлежащих хеджированию, признаки, позволяющие однозначно отличить хеджирование от спекулятивной (инвестиционной) деятельности корпорации¹⁴⁴, предельные количественные параметры сделок, заключаемых в целях

¹⁴³ См. анализ соответствующих эмпирических наблюдений: *Hu H. T.C. Op. cit.* p. 1037.

¹⁴⁴ Это важно и для взаимодействия с государственными органами по поводу получения предусмотренных законодательством льгот и привилегий для хеджеров (см. далее в настоящей работе).

хеджирования, порядок изменения политики хеджирования и информирования о таких изменениях участников корпорации и «заинтересованных лиц» и др.

В связи с этим следует согласиться с мнением тех правоведов, которые распространяют на хеджирование в качестве особого вида экономической деятельности действие уже отмечавшегося в настоящей работе «правила защиты делового решения», известного в американском корпоративном праве¹⁴⁵. Данная позиция была подтверждена ключевым прецедентом *Brane v. Roth*¹⁴⁶, в котором суд констатировал наличие у директоров в рамках их полномочий по осуществлению текущего руководства корпорацией нормальной и обычной обязанности добросовестно и разумно рассматривать вопрос о возможности и обоснованности хеджирования, что не означает, разумеется, наличие обязанности осуществлять хеджирование в любом случае, даже если это будет противоречить интересам корпорации и ее участников. Представляется, что в российском праве хеджирование в этом смысле следует рассматривать в контексте понятия обычной хозяйственной деятельности, а также категории предпринимательского риска в рамках института ответственности директоров¹⁴⁷.

Таким образом, в контексте функционирования отдельно взятой корпорации хеджирование представляет собой осуществляемый юридическим лицом при помощи правовых средств (деривативных договоров) способ сокращения рисков, который реализуется в рамках обычного хозяйствования на основе разумного и добросовестного решения органов управления юридического лица и способствует обеспечению интересов как самой корпорации, так и её участников и иных «заинтересованных лиц».

¹⁴⁵ *Krawiec K. D. Op. cit. p.p. 114-117.*

¹⁴⁶ *Brane v. Roth, 590 N.E.2d 587, 589-90 (Ind. 1992).*

¹⁴⁷ Подробнее о месте хеджирования в российском правопорядке см. далее в настоящей работе.

ГЛАВА 2. Правовое регулирование хеджирования в зарубежных правопорядках

§ 1. Правовое регулирование хеджирования в США

а) Законодательный уровень регулирования в США

Вышеизложенный анализ правовых аспектов понятия хеджирования позволяет констатировать весьма высокий уровень разработанности данного вопроса в правовой доктрине США. Следует отметить, что американский опыт правового регулирования хеджирования также отличается достаточным многообразием на различных уровнях регулирования, системностью, корректностью интерпретации понятия хеджирования, что в совокупности делает целесообразным его изучение.

Одни из ключевых понятий американского Закона о товарных биржах (Commodity Exchange Act (1936)¹⁴⁸) - это категории профессиональных участников торговли, которые в силу присущих им и их деятельности определенных объективных характеристик (в частности, определенного уровня финансовых показателей) имеют возможность заключать максимально широкий круг деривативных сделок, некоторые из которых недоступны непрофессиональным участникам рынка или «розничным покупателям» (англ. «retail customers»)¹⁴⁹. Среди таких участников следует отметить категорию «правомочных участников договора» (англ. «eligible contract participant»)¹⁵⁰ и производную от нее категорию «правомочных коммерческих организаций» (англ. «eligible commercial entity»)¹⁵¹.

Правомочными коммерческими организациями могут быть действующие за свой собственный счет некоторые правомочные участники договора (например, финансовые учреждения, американские страховые организации,

¹⁴⁸ Commodity Exchange Act of 1936 // Public Law 74-675, 74th Congress, H. R. 6772.

¹⁴⁹ Например, см. нормативное ограничение возможности заключения свопов: Commodity Exchange Act § 2(e).

Также см.: http://www.cftc.gov/consumerprotection/educationcenter/cftcglossary/glossary_e, дата обращения: 09.01.2017.

¹⁵⁰ Commodity Exchange Act § 1a(18).

¹⁵¹ Commodity Exchange Act § 1a(17).

удовлетворяющие определенным законом финансовым показателям корпорации, партнерства, трасты и иные юридические лица, государственные органы), которые при осуществлении своей хозяйственной деятельности, в частности:

- 1) имеют явную возможность напрямую или посредством специальных договорных схем осуществлять или принимать поставку базового товара¹⁵² или
- 2) несут риски, в дополнение к ценовым рискам, связанные с базовым товаром, или
- 3) являются дилерами, оказывающими услуги по управлению рисками или услуги хеджирования лицам, перечисленным в первых двух пунктах, при заключении договоров купли-продажи базового товара, деривативных договоров или иных договоров, предметом которых является базовый товар¹⁵³.

Таким образом, две из трех подкатегорий в рамках основной группы правомочных коммерческих организаций прямо определяются законодателем привязкой к факту принятия в результате осуществления хозяйственной деятельности как ценовых, так и иных рисков, связанных с базовым товаром, а также к факту оказания услуг по управлению риском или хеджированию в отношении лиц, осуществляющих или принимающих поставку базового товара, или несущих вышеуказанные риски.

Тем самым, прямая (в качестве носителя риска) или косвенная (в качестве лица, оказывающего носителю риска специальные услуги по управлению риском или хеджированию) связь с риском избрана законодателем в качестве объективного критерия выделения и правового закрепления весьма важной категории субъектов, наделяемой определенными правами и обязанностями. Освобождение таких субъектов от жесткого регулятивного воздействия представляется неслучайным и закономерным шагом: именно хеджеры не заинтересованы в получении прибыли, всегда являющейся конечной целью биржевых манипуляций, злоупотреблений и иных мошеннических действий,

¹⁵² Под «базовым товаром» при описании Закона о товарных биржах здесь и далее понимается товар (базовый актив), отраженный в перечне товаров, закрепленном параграфом 9 раздела 1а, и являющийся предметом сделок, регулируемых Законом о товарных биржах.

¹⁵³ Commodity Exchange Act § 1a(17).

негативные последствия которых, в свою очередь, являются мотивом и основанием для принятия ограничительных нормативных мер и установления административного контроля. Допуск к внебиржевому рынку деривативов (прежде всего, к рынку свопов) в некоторых случаях позволяет хеджерам сокращать риски с наибольшим эффектом ввиду свободного согласования договорных условий с учетом конкретных хозяйственных потребностей и, в конечном итоге, заключения так называемых «настраиваемых деривативов» (англ. «customized derivatives»)¹⁵⁴.

Цель хеджирования (уменьшения риска) используется в Законе о товарных биржах в качестве исключаящего критерия при определении так называемых «участников крупных свопов» (англ. «major swap participants»)¹⁵⁵. Таким образом, если при определении правомочных коммерческих организаций критерий хеджирования используется в «инструментальном» значении, т.е. в качестве характеристики осуществляемой хозяйственной деятельности, то в данном случае критерий имеет «целевой» характер и связан с экономической целью заключения договоров.

Аналогичная цель, связанная с хеджированием или уменьшением рисков, является одним из обязательных условий для освобождения от прохождения клиринга при заключении свопов. При этом такой участник свопов не должен быть финансовым учреждением и обязан уведомлять в установленном порядке Комиссию по торговле товарными фьючерсами¹⁵⁶ (англ. «Commodity Futures Trading Commission», далее - «CFTC») о своем соответствии финансовым требованиям, предъявляемым к участникам свопов, не подлежащих клирингу¹⁵⁷. В данном случае вполне очевидна отсылка законодателя к классической фигуре хеджера - лица, минимизирующего сопутствующие его основной хозяйственной

¹⁵⁴ McBride P.M. The Dodd-Frank Act and OTC Derivatives: The Impact of Mandatory Central Clearing on the Global OTC Derivatives Market // The International Lawyer, Vol. 44, No. 4 2010. p. 1089.

¹⁵⁵ Commodity Exchange Act § 1a(33)(A)(i).

¹⁵⁶ Независимое федеральное ведомство, являющееся администратором исполнения Закона о товарных биржах. См. официальный сайт: URL: <http://www.cftc.gov/index.htm>, дата обращения: 09.01.2017.

¹⁵⁷ Commodity Exchange Act § 2(h).

деятельности коммерческие риски и не являющегося финансовым учреждением, т.е. профессиональным участником финансовых рынков. Аффилированные лица таких хеджеров также подпадают под исключение в том случае, если они, действуя от имени хеджеров в качестве агентов, хеджируют их риски или риски других аффилированных лиц.

Признание законодателем хеджирования в качестве объекта регулирования и хеджеров в качестве носителей специального правового статуса привело к тому, что Закон о товарных биржах предписывает CFTC при назначении членов в Консультативный комитет по рынку энергетических и климатических деривативов (англ. «The Energy and Environmental Markets Advisory Committee»¹⁵⁸) использовать принцип плюрализма мнений и широты представленных интересов и включать в состав комитета в том числе хеджеров и потребителей¹⁵⁹.

Более того, Закон о товарных биржах закрепляет понятие «чрезмерной спекуляции» (англ. «excessive speculation»), которому посвящен один из ключевых разделов нормативного акта¹⁶⁰. Тем самым законодатель помещает в правовое поле одну из двух ключевых экономических целей заключения деривативных договоров (наряду с хеджированием) и соответствующую экономическую деятельность на финансовых рынках, противоположную хеджированию. Наличие чрезмерной спекуляции на товарных рынках, осуществляемой посредством договоров купли-продажи с поставкой товара в будущем, заключаемых непосредственно на биржах или иных торговых площадках или иным образом в соответствии с правилами этих организаторов торгового оборота, связывается с появлением внезапных, необоснованных скачков или неоправданных изменений цен на торгуемые товары¹⁶¹.

¹⁵⁸ Созданный в 2008 году консультативный орган, содействующий CFTC в адекватном регулировании развивающегося рынка энергетических и климатических деривативов. URL: <http://www.cftc.gov/About/CFTCCcommittees/EnergyEnvironmentalMarketsAdvisory/index.htm> Дата обращения: 09.01.2017.

¹⁵⁹ Commodity Exchange Act § 2(15)(C).

¹⁶⁰ Commodity Exchange Act § 6a.

¹⁶¹ Commodity Exchange Act § 6a(a)(1).

В связи с этим чрезмерная спекуляция признается неправомерным и излишним обременением товарной торговли между штатами. С целью предупреждения появления такого обременения и уменьшения последствий его наличия CFTC может устанавливать количественные лимиты по открываемым позициям (т.е. по объемам заключаемых сделок) на товарных рынках. Однако позиции, открытые с целью добросовестного хеджирования (англ. «bona fide hedge positions»), исключаются из-под действия вышеуказанных ограничительных мер¹⁶². Более того, устанавливая лимиты, CFTC обязана руководствоваться не только основной целью борьбы с чрезмерной спекуляцией, но и необходимостью поддерживать достаточное количество ликвидности на рынке для добросовестных хеджеров¹⁶³.

Стоит отметить, что административное лимитирование позиций применяется к заключению не только договоров с будущей поставкой товара (фьючерсных контрактов), но и свопов, которые признаются так называемыми «экономически эквивалентными договорами» (англ. «economically equivalent contracts»). При этом позиции добросовестных хеджеров снова являются исключением из общей ограничительной нормы¹⁶⁴. Аналогичная оговорка действует и при установлении лимитов в отношении «совокупных позиций» (англ. «aggregate positions»), т.е. отдельных договоров, объединенных одним и тем же базовым товаром¹⁶⁵.

Итог всех оговорок в пользу добросовестных хеджеров в рамках правил по установлению лимитов подводится законодателем в специальном подразделе¹⁶⁶: ни одна норма, регламент или приказ, принятые в рамках нормативного регулирования лимитов, не могут применяться к сделкам или позициям, относящимся к добросовестному хеджированию и в этом своем качестве соответствующим условиям, определенным CFTC. Такого рода условия могут

¹⁶² Commodity Exchange Act § 6a(a)(2)(A).

¹⁶³ Commodity Exchange Act § 6a(a)(3)(B).

¹⁶⁴ Commodity Exchange Act § 6a(a)(5)(A).

¹⁶⁵ Commodity Exchange Act § 6a(a)(6).

¹⁶⁶ Commodity Exchange Act § 6a(c).

быть регламентированы для того, чтобы производители, покупатели, посредники и непосредственные пользователи товаров и производных продуктов могли хеджировать свои правомерные и ожидаемые хозяйственные потребности за тот период, пока используемый для хеджирования инструмент (фьючерсный контракт) является открытой позицией (т.е. заключенным срочным контрактом, срок действия которого не истек или который не закрыт обратной сделкой) и доступен на бирже. Для того, чтобы подобные привилегии не приводили к необоснованному влиянию на цены со стороны крупных хеджеров, CFTC должна постоянно отслеживать и анализировать торговую деятельность крупнейших хеджеров (определенных по критериям, установленным CFTC), действующих на установленных в законе рынках, и направлять результаты мониторинга и рекомендации в ежегодных отчетах в Комитет Сената по сельскому хозяйству, питанию и лесному хозяйству, а также в Комитет по сельскому хозяйству Палаты представителей¹⁶⁷.

Имеющей ключевое значение и примечательной в сопоставлении с доктринальными подходами к понятию хеджирования представляется попытка законодателя прямо закрепить основные признаки добросовестного хеджирования, которые должны быть основой для соответствующей подзаконной регламентации CFTC¹⁶⁸. Необходимо отметить, что такая попытка правовой институционализации хеджирования предпринимается в одном из ключевых актов, регулирующих финансовую и торговую системы США, во взаимосвязи с конкретными целями по освобождению хеджеров от ограничительных мер по борьбе с чрезмерной спекуляцией, то есть в очевидном контексте функционального разделения рынка деривативов на хеджирующую и спекулятивную составляющую. В связи с этим можно констатировать принадлежность хеджирования к предмету регулирования тех нормативных актов, которые устанавливают основы функционирования гражданского оборота в отдельных его сферах. Более того, такие признаки закрепляются посредством

¹⁶⁷ Commodity Exchange Act § 6a(c)(1).

¹⁶⁸ Commodity Exchange Act § 6a(c)(2).

именно частноправовой нормы, что полностью соответствует теоретическим основаниям регулирования хеджирования, рассмотренным в первой главе настоящей работы.

Согласно вышеуказанным нормам, сделка (торговая позиция) может быть признана совершенной в рамках добросовестного хеджирования, если она одновременно:

1) представляет собой замену будущей сделки (позиции) на рынке реального товара,

2) с экономической точки зрения пригодна для сокращения риска в рамках управления коммерческим предприятием,

3) заключается ввиду потенциального изменения стоимости:

а) активов, которыми лицо обладает, торгует или которые лицо производит или перерабатывает, или активов, обладание которыми, производство, переработку или торговлю которыми лицо предполагает в будущем,

б) долговых обязательств, которые есть у лица или приобретение которых лицо предполагает в будущем,

в) услуг, которые лицо оказывает или приобретает или которые лицо предполагает оказать или приобрести в будущем.

Ещё один вариант добросовестного хеджирования, предусмотренный законом, - ситуация, когда сделка (торговая позиция) сокращает риски, сопутствующие заключению свопа, который был исполнен другой стороной, для которой данная сделка (торговая позиция) может быть квалифицирована в качестве добросовестной хеджирующей сделки (позиции) по вышеизложенным критериям, или же который сам соответствует данным критериям сделки с целью добросовестного хеджирования¹⁶⁹.

Вместе с тем, цель хеджирования используется и при формализации понятия «запрещенных сделок» (англ. «prohibited transactions») в специальном разделе закона¹⁷⁰. Следует отметить, что самого факта заключения договора,

¹⁶⁹ Commodity Exchange Act § 6a(c)(2).

¹⁷⁰ Commodity Exchange Act § 6c.

соответствующего признакам одного из видов недобросовестных, мошеннических сделок, распространенных на финансовых рынках, недостаточно для признания его «запрещенной сделкой». В связи с этим Закон о товарных биржах устанавливает дополнительный целевой критерий для подобной квалификации: признается неправомерным направление оферты, заключение или исполнение сделки, соответствующей установленным в законе признакам, если эта сделка используется или может быть использована для:

1) хеджирования любой сделки в рамках межштатной торговли базовым товаром или производными продуктами и субпродуктами, или

2) определения базисной цены любой сделки в рамках межштатной торговли базовым товаром, или

3) доставки любого базового товара, проданного, отправленного или полученного в рамках межштатной торговли в целях исполнения договора¹⁷¹.

Разумеется, вышеуказанная норма не означает, что цель хеджирования является достаточным квалифицирующим признаком запрещенных сделок. Представляется, что в данном случае хеджирующая цель указывает на стремление законодателя противодействовать мошенничеству при заключении наиболее важных и значимых для рыночной экономики договоров, в число которых входят и хеджирующие сделки. Необходимо учитывать, что для квалификации в качестве запрещенной искомая сделка при этом:

1) должна отвечать признакам одного из общеизвестных в торговле видов недобросовестных сделок: так называемой «отмывочной купли-продажи» (англ. «wash sale»), «дружественной торговли» (англ. «accommodation trade»), фиктивной купли-продажи, либо

2) такая сделка должна быть заключена с целью указания в отчетности или в ходе регистрации (например, регистрации сделки на бирже) такой цены, которая не является достоверной и добросовестной¹⁷².

¹⁷¹ Commodity Exchange Act § 6c(a)(1).

¹⁷² Commodity Exchange Act § 6c(a)(2).

Одним из наиболее показательных и заслуживающих внимания примеров законодательной практики правового регулирования хеджирования является раздел Закона о товарных биржах, называющийся «Специальные меры по поддержке и поощрению добросовестного хеджирования, осуществляемого производителями сельскохозяйственной продукции» и закрепляющий, главным образом, соответствующие направления подзаконного нормотворчества CFTC¹⁷³. Среди них, в частности:

1) определение механизмов, в соответствии с которыми каждая торговая площадка (фьючерсная биржа) должна обеспечивать надлежащую доставку (с учетом издержек по временному хранению) базового товара, относящегося к сельскохозяйственной продукции и являющегося предметом договора с поставкой в будущем,

2) меры по упрощению допуска отечественных производителей сельскохозяйственной продукции к торговым площадкам (фьючерсным биржам), в том числе в отношении сопутствующих издержек и требований к минимальной марже для участия в торгах (англ. «margin requirement», т.е. к минимальной сумме, равной части стоимости контракта с базовым товаром и необходимой для его заключения), в целях расширения возможностей производителей по хеджированию ценовых рисков, связанных с производимой ими продукцией,

3) меры по обеспечению гибкости в установлении минимальных объемов тех сельскохозяйственных товаров, которые могут быть предметом договоров с поставкой товара в будущем, торгуемых на торговой площадке (фьючерсной бирже), - в целях улучшения условий для хеджирования ценовых рисков отечественными производителями сельскохозяйственной продукции,

4) поддержка торговых площадок (фьючерсных бирж) в части информационного обеспечения производителей сельскохозяйственной продукции и поощрения их участия в торгах.

Тем самым законодатель закладывает нормативную основу для стимулирования важной отрасли экономики посредством, прежде всего,

¹⁷³ Commodity Exchange Act § 6q.

расширения и улучшения возможностей производителей сельскохозяйственной продукции по участию в организованных торгах с целью хеджирования ценовых рисков. При этом именно хеджирование является опорной точкой данных регулятивных мер, будучи категорией, предварительно опосредованной нормами Закона о товарных биржах, что позволяет считать меры по поощрению и поддержке хеджирования элементом определенной системы его правового регулирования.

Интересно, что хеджирование как предмет государственного и общественного интереса может быть одним из оснований для освобождения торговой площадки (фьючерсной биржи) от запрета на так называемую «двойную торговлю» (англ. «dual trading»), т.е. ситуацию, когда одно и то же лицо (чаще всего брокер) в качестве агента исполняет заявки (т.е. заключает договоры в соответствии с указаниями) своих клиентов за их счет и одновременно заключает договоры за свой счет, выступая в качестве дилера. Соответствующие изменения были внесены в Закон о товарных биржах в 1992 году Законом о фьючерсной торговле (Futures Trading Practices Act of 1992¹⁷⁴), принятие которого имело своей целью адаптацию положений Закона о товарных биржах к изменившимся реалиям финансовых рынков. Согласно Закону о фьючерсной торговле, высокая вероятность того, что запрет «двойной торговли» будет вредить публичным интересам, связанным с возможностью осуществления хеджирования на торговой площадке, является одним из условий для освобождения решением CFTC данной торговой площадки от такого запрета¹⁷⁵.

Примечательно, что защита интересов участников рынка (в том числе хеджеров и спекулянтов) косвенно возлагается на Генерального ревизора США (начальника Главного контрольно-финансового управления США), обязательный аналитический отчет которого должен в том числе исследовать эффективность

¹⁷⁴ Futures Trading Practices Act of 1992 // H.R. 707 (102nd)..

¹⁷⁵ Futures Trading Practices Act § 101(a)(3)(B).

распределения бюджета CFTC по соответствующему направлению деятельности CFTC, связанному с защитой участников рынка¹⁷⁶.

Принятый по итогам финансового кризиса 2008 года Закон Додда-Франка (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, далее – «Закон Додда-Франка»)¹⁷⁷, запрещая банковским учреждениям становиться участниками хедж-фондов, оказывать им спонсорскую помощь и заниматься так называемой «проприетарной торговлей» (англ. «proprietary trading», торговле на финансовых рынках за счет собственных средств)¹⁷⁸, одновременно делает исключение для осуществляемой в рамках установленных законом лимитов¹⁷⁹ «уменьшающей риски хеджирующей деятельности», связанной с контрактами, заключенными для сокращения специфических рисков банковского учреждения¹⁸⁰.

Аналогичное исключение закреплено Законом Додда-Франка в рамках запрета конфликта интересов, установленного в отношении осуществляющих деятельность с обеспеченными ценными бумагами андеррайтеров, агентов по размещению ценных бумаг, первоначальных покупателей, спонсоров, иных лиц, перечисленных в законе¹⁸¹. Ограничения, связанные с конфликтом интересов, не распространяются на хеджирующую деятельность вышеуказанных лиц, направленную на сокращение специфических рисков, связанных с их основной деятельностью (андеррайтингом, размещением ценных бумаг, спонсорством и др.)¹⁸².

Закон Додда-Франка запрещает оказание федеральной государственной поддержки организациям, чья деятельность связана с заключением свопов (англ. «swaps entities»)¹⁸³, однако делает исключение для застрахованных депозитных институтов (например, коммерческих банков и иных организаций, имеющих

¹⁷⁶ Commodity Exchange Act § 16a.

¹⁷⁷ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 // Public Law 111–203, H.R. 4173.

¹⁷⁸ Dodd-Frank Act § 13(a)(1).

¹⁷⁹ Dodd-Frank Act § 13(d)(2).

¹⁸⁰ Dodd-Frank Act § 13(d)(1)(C).

¹⁸¹ Dodd-Frank Act § 27B(a).

¹⁸² Dodd-Frank Act § 27B(c)(1).

¹⁸³ Dodd-Frank Act § 716(a).

право принимать вклады), которые в своей деятельности, связанной со свопами, ограничиваются хеджированием и аналогичными мерами по уменьшению рисков, связанных с их профильной деятельностью по принятию депозитов¹⁸⁴.

Закон о фондовых биржах (Securities Exchange Act of 1934)¹⁸⁵ также делает ряд исключений для хеджеров. Так, например, Закон запрещает членам национальных фондовых бирж вести торговлю на этих биржах за свой собственный счет¹⁸⁶, однако сделки по добросовестному хеджированию, предполагающие открытие коротких или длинных позиций в отношении долевых ценных бумаг или ценных бумаг, уполномочивающих держателя на приобретение или продажу долевых ценных бумаг, освобождены из-под такого запрета¹⁸⁷.

Также Закон о фондовых биржах обязывает Комиссию по биржам и ценным бумагам (англ. «Securities and Exchange Commission», далее - «SEA») установить для эмитентов предписание по раскрытию на ежегодных собраниях акционеров информации о том, разрешено ли любому работнику или члену совета директоров эмитента заключать сделки, являющиеся финансовыми инструментами, для хеджирования рисков, связанных с уменьшением рыночной стоимости долевых ценных бумаг, которые предоставлены работнику или члену совета директоров в качестве части заработной платы или же находятся в их прямом или косвенном держании¹⁸⁸.

Любопытно, что Закон о фондовых биржах предусматривает и единственный случай запрета хеджирования - правовой меры, нехарактерной для общего направления регулирования. Запрет устанавливается в отношении так называемых «секьюритайзеров» (англ. «securitizer», т.е. эмитент обеспеченных активами ценных бумаг или лицо, которое организует или инициирует заключение сделок с обеспеченными активами ценными бумагами посредством

¹⁸⁴ Dodd-Frank Act § 716(d)(1).

¹⁸⁵ Securities Exchange Act of 1934 // Public Law 73–291, 48 Stat. 881.

¹⁸⁶ Securities Exchange Act § 11(a)(1).

¹⁸⁷ Securities Exchange Act § 11(a)(1)(D).

¹⁸⁸ Securities Exchange Act § 14(j).

продажи или передачи активов эмитенту¹⁸⁹). Закон предполагает принятие подзаконных нормативных актов, запрещающих секьюритайзерам прямо или косвенно хеджировать или иным образом передавать риски неисполнения, которые секьюритайзеры обязаны удерживать в отношении какого-либо актива¹⁹⁰.

В целом, вышеуказанные примеры регулирования хеджирования в США на законодательном уровне можно разделить на следующие основные формы:

1. Нормы, раскрывающие понятие хеджирования и устанавливающие его квалифицирующие признаки с позиций «инструментального» (деятельностного) и «целевого» подходов¹⁹¹;

2. Наиболее многочисленная группа норм - нормы-исключения, высвобождающие хеджеров из-под действия общих правил и наделяющие их особым, привилегированным статусом (например, исключение из категории участников крупных свопов¹⁹², освобождение от обязательных клиринговых процедур¹⁹³, освобождение от лимитов, устанавливаемых в рамках борьбы с чрезмерной спекуляцией¹⁹⁴, и др.).

3. Нормы, устанавливающие меры государственной поддержки и поощрения хеджирования¹⁹⁵.

4. Иные нормы, регулирующие отдельные вопросы, связанные с осуществлением хеджирования (например, включение хеджеров в консультативные органы при CFTC¹⁹⁶, раскрытие информации о хеджировании, осуществляемом работниками и членами совета директоров эмитента¹⁹⁷, и др.).

б) Подзаконный уровень регулирования в США

¹⁸⁹ Securities Exchange Act § 15G(a)(3).

¹⁹⁰ Securities Exchange Act § 15G(c)(1)(A).

¹⁹¹ Commodity Exchange Act § 6a(c)(2).

¹⁹² Commodity Exchange Act § 1a(33)(A)(i).

¹⁹³ Commodity Exchange Act § 2(h).

¹⁹⁴ Commodity Exchange Act § 6a(a)(2)(A).

¹⁹⁵ Commodity Exchange Act § 6q.

¹⁹⁶ Commodity Exchange Act § 2(a)(15)(C).

¹⁹⁷ Securities Exchange Act § 14(j).

Регулирование хеджирования на подзаконном уровне в США представлено, прежде всего, в ключевом акте, принятом во исполнение Закона о товарных биржах, - Правилах CFTC (англ. «CFTC regulations») ¹⁹⁸.

Правила CFTC существенным образом уточняют закрепленное в Законе о товарных биржах определение ¹⁹⁹ договоров и сделок с товарами-исключениями (англ. «excluded commodities» ²⁰⁰), относящихся к добросовестному хеджированию (или заключенных в целях добросовестного хеджирования). Так, в частности, на подзаконном уровне определяется незакрытый перечень возможных видов хеджирующих сделок с весьма детальным указанием их характерных признаков ²⁰¹. Среди такого рода прямо поименованных договоров следует отметить:

1) сделки по продаже на торговой площадке в том случае, если они по своей величине не превышают:

а) приобретение по фиксированной цене такого же наличного (реального) товара тем же самым лицом (что и в хеджирующей сделке);

б) двенадцатимесячный объем непроданного планируемого производства аналогичного реального товара тем же самым лицом, если только такая позиция не удерживается в результате заключения договора в течение последних пяти торговых дней.

2) сделки по покупке на торговой площадке в том случае, если они по своей величине не превышают, в частности, продажу по фиксированной цене такого же наличного (реального) товара тем же самым лицом и, одновременно, двенадцатимесячные неудовлетворенные потребности того же самого лица в том же самом товаре для переработки, изготовления, поставки в целях снабжения.

¹⁹⁸ Code of Federal Regulations (далее - «CFR») Title 17 Chapter I. См.: URL: http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=2ed6cb4f87f8320c844139f05049281d&tpl=/ecfrbrowse/Title17/17tab_02.tpl, дата обращения: 21.11.2016.

¹⁹⁹ Commodity Exchange Act § 6a(c)(2).

²⁰⁰ См. понятие товаров-исключений: Commodity Exchange Act § 1a(19).

²⁰¹ См. весь перечень поименованных договоров: CFR Title 17 Chapter I Part 1 § 1.3(z)(2).

Цели CFTC в данном случае вполне очевидны: регулирование хеджирования в качестве базового принципа предполагает установление четкой корреляции между рынком деривативов и рынком наличного товара, определенной взаимосвязи между хеджируемыми и хеджирующими сделками. Цель хеджирования должна ясной и идентифицируемой, что исключает, во-первых, возможность превышения объемов торгуемого базисного актива по хеджирующим сделкам над объемами хеджируемых сделок на реальном рынке. Во-вторых, хеджирование направлено на сокращение коммерческих рисков, возникающих при осуществлении лицом его обычной хозяйственной деятельности (в том числе производства, переработки, снабжения), поэтому условия хеджирующих сделок также должны соответствовать определенным количественным параметрам предпринимательской деятельности субъекта (например, годовому плану объема производимой на продажу продукции или, напротив, объему годовых потребностей субъекта в каких-либо товарах, закупка которых планируется для осуществления этим субъектом его хозяйственной деятельности).

К поименованным хеджирующим сделкам Правила CFTC относят и, в частности, компенсирующие сделки купли-продажи, заключенные на фьючерсных биржах или на площадках для торговли свопами, которые по своей величине не превышают объемы проданного или купленного аналогичного товара тем же самым лицом на фьючерсной бирже по нефиксированным ценам²⁰². Являются добросовестным хеджированием и сделки купли-продажи, заключенные агентом, хоть и не являющимся владельцем компенсируемого денежного обязательства, равно как и не взявшим на себя договорное обязательство по заключению соответствующей компенсирующей сделки, но при этом отвечающим за торговлю хеджируемым активом и имеющим договорные отношения с его владельцем. При этом, согласно Правилам CFTC, добросовестное хеджирование допускает в отношении всех вышеперечисленных поименованных договоров заключение таких офсетных сделок, которые не

²⁰² CFR Title 17 Chapter I Part 1 § 1.3(z)(2)(iii).

идентичны компенсируемой сделке по наименованию и количеству товара, в том случае, если изменение цены компенсирующего договора имеет однозначную связь с текущим или потенциальным изменением цены компенсируемой сделки²⁰³. Таким образом, вышеуказанный принцип корреляции между предметами хеджируемой и хеджирующей сделок не всегда укладывается в жесткие рамки их обязательного и полного совпадения.

Следует отметить, что CFTC в качестве подзаконного регулятора проявляет значительную гибкость в определении хеджирования, не ограничиваясь только лишь закрытым перечнем прямо поименованных видов договоров. Правила CFTC допускают то, что биржи и другие торговые площадки могут признавать в рамках локального регулирования в качестве добросовестного хеджирования любые иные сделки, не поименованные прямо в Правилах CFTC²⁰⁴.

Примечательно, что некоторые договоры хеджирующего характера регулятор определяет вне базового перечня поименованных договоров и не на основании общего принципа корреляции между хеджем и договором на реальном рынке, а через закрепление особых сторон и предмета хеджирующих договоров, которые в совокупности указывают на соответствующую сферу хозяйственной деятельности, требующую в силу своей специфики нормативную регламентацию возможности использования деривативов для минимизации коммерческих рисков. Так, «свопом, связанным с коммунальной деятельностью» признается такой своп, который, среди прочего, соответствует следующим критериям:

- 1) стороной свопа является коммунальное предприятие,
- 2) данное коммунальное предприятие использует данный своп в целях хеджирования или уменьшения своих коммерческих рисков,
- 3) своп заключается в отношении электрической энергии или природного газа, или же предмет свопа связан с генерацией, производством, покупкой или продажей природного газа или электрической энергии, поставкой природного газа или электрической энергии коммунальному предприятию, доставкой природного

²⁰³ CFR Title 17 Chapter I Part 1 § 1.3(z)(2)(v).

²⁰⁴ CFR Title 17 Chapter I Part 1 § 1.3(z)(3).

газа или электрической энергии потребителям (клиентам) коммунального предприятия, топливным обеспечением оборудования и хозяйственных операций коммунального предприятия и др.²⁰⁵

Аналогичную обязательную цель хеджирования Правила CFTC закрепляют за, например, «свопами застрахованных депозитных институтов, связанными с предоставлением займов потребителям» (англ. «insured depository institution swaps in connection with originating loans to customers»)²⁰⁶.

Важным последствием формализации понятия хеджирования в Законе о товарных биржах является использование регулятором этого определения для закрепления понятия «свопов, заключаемых для хеджирования договоров на реальном рынке» (англ. «swaps entered into for the purpose of hedging physical positions»). Заключение таких свопов не учитывается регулятором при определении того, является ли лицо своп-дилером, т.е., по сути, профессиональным участником финансовых рынков, деятельность которого должна соответствовать различным нормативным требованиям. В определении таких свопов CFTC практически полностью воспроизводит законодательную дефиницию хеджирования, однако предусматривает некоторые его дополнения, в том числе весьма любопытные. Так, например, своп, заключаемый для хеджирования договоров на реальном рынке, должен обязательно соответствовать общепринятым практикам коммерческой деятельности²⁰⁷.

Более того, в целях подзаконной регламентации деятельности участников крупных свопов Правила CFTC предусматривают специальное определение хеджирования свопами²⁰⁸, которое по существу ничем не отличается от общего определения хеджирования в Законе о товарных биржах, однако содержит уточнение, весьма важное для понимания и иллюстрации теоретической модели хеджирования, его отличий от других видов экономической деятельности (прежде всего, предпринимательской). Хеджирующий своп не может заключаться в целях,

²⁰⁵ CFR Title 17 Chapter I Part 1 § 1.3(ggg)(4)(B)(3).

²⁰⁶ CFR Title 17 Chapter I Part 1 § 1.3(ggg)(5)(B)(2).

²⁰⁷ CFR Title 17 Chapter I Part 1 § 1.3(ggg)(6)(iii).

²⁰⁸ CFR Title 17 Chapter I Part 1 § 1.3(kkk).

связанных со спекуляцией, инвестированием или торговлей²⁰⁹, - тем самым регулятор максимально подчеркивает разницу между хеджированием, не имеющим своей целью извлечение прибыли, и различными видами предпринимательской деятельности, которые могут осуществляться теми же самыми договорными инструментами.

Ещё одна примечательная группа подзаконных норм, регулирующих хеджирование, связана с положениями об административных лимитах на объемы заключаемых фьючерсов и свопов, возможность установления которых закреплена Законом о товарных биржах в целях недопущения чрезмерной спекуляции²¹⁰. CFTC выстраивает подзаконную регламентацию такого рода лимитирования на основе категории «Поименованные контракты» (англ. «Referenced Contracts»), в отношении которых и устанавливаются различные ограничения. Это контракты по конкретным спецификациям конкретных бирж, среди которых можно отметить, например, фьючерсные контракты на кукурузу и овес Чикагской торговой палаты (англ. «Chicago Board of Trade Corn» и «Chicago Board of Trade Oats»), фьючерсные контракты на медь и золото Чикагской товарной биржи (англ. «Commodity Exchange, Inc. Copper» и «Commodity Exchange, Inc. Gold») и др.²¹¹ Ввиду того, что Закон о товарных биржах освобождает заключение хеджирующих контрактов от нормативных лимитов, CFTC в целях специального регулирования закрепляет определение хеджирования²¹², однако практически полностью повторяет при этом общее понятие, рассмотренное выше.

Аналогичным образом в рамках нормативного закрепления лимитов в целом воспроизводятся общие положения Правил CFTC о поименованных хеджирующих договорах в части базового принципа корреляции между условиями хеджирующего договора и условиями хеджируемого договора или

²⁰⁹ CFR Title 17 Chapter I Part 1 § 1.3(kkk)(2).

²¹⁰ Commodity Exchange Act § 6a(a)(2)(A).

²¹¹ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.2.

²¹² CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(a).

характеристиками хозяйственной деятельности хеджера²¹³. Однако помимо общих положений, CFTC при этом также формализует ряд специальных хеджирующих договорных конструкций, представляющих значительный интерес для хозяйствующих субъектов, осуществляющих коммерческую деятельность.

Так, в частности, закрепляется понятие «сделок по хеджированию ожидаемой торговли товарами» (англ. «anticipated merchandising hedges»)²¹⁴. Под такими сделками понимаются такие компенсирующие (офсетные) Поименованные контракты на покупку или продажу товара, которые не превышают по своему объему величину такого же реального товара, торговля которым предполагается в будущем, при условии, в частности, что

1) объем заключаемых хеджирующих контрактов не будет превышать текущие или предполагаемые неиспользуемые складские мощности, которыми обладает на праве собственности или которые арендует хеджер в течение периода ожидаемой деятельности по торговле товаром, но не более одного года,

2) хеджирующие контракты будут предусматривать различные месяцы исполнения (англ. «contract months»), и расчеты по ним будут осуществлены в течение срока, не превышающего один год²¹⁵.

Сделки по хеджированию ожидаемой торговли товарами представляются удобным и эффективным договорным инструментом в том числе для таких субъектов торговой деятельности, как дистрибьюторы и дилеры, которые в рамках соответствующих дистрибьюторских и дилерских договоров с производителями товара осуществляют значительный объем фактических и юридических действий, направленных на продвижение продукции производителя и связанных не только с рекламой, но и с маркетинговыми исследованиями, спонсорством, укреплением деловой репутации и др. Освобождение от административного лимитирования подобных видов хеджирующих договоров посредством отдельного нормативного поименования и специальных норм-

²¹³ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(a)(2)(i-iv).

²¹⁴ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(a)(2)(v).

²¹⁵ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(a)(2)(v)(A-B).

дефиниций, исключающих вероятность их неправильной квалификации по общему определению хеджирования, представляется весьма логичным ввиду очевидной хозяйственной значимости таких правовых инструментов хеджирования.

В связи с этим следует отметить ещё один прямо поименованный вид хеджирующих договоров - «договоры в целях хеджирования ожидаемых роялти-платежей»²¹⁶ (англ. «anticipated royalty hedges»). CFTC закрепляет то, что это такие Поименованные контракты на покупку или продажу, которые компенсируют предполагаемые (ожидаемые) изменения размера роялти-платежей, права на которые принадлежат тому же самому лицу, при соблюдении, в частности, следующего условия: права на роялти-платежи должны проистекать из производства, изготовления, переработки, использования, транспортировки того базисного актива, который лежит в основе хеджирующего Поименованного контракта²¹⁷.

Вместе с тем, регулятор, устанавливая особые условия для осуществления хеджирования, не ограничивается только сферой торговли товарами и защитой интересов правообладателей, получающих роялти-платежи. Так, например, для сферы оказания услуг на подзаконном уровне формализуется понятие «хеджирующих сделок при оказании услуг»²¹⁸ (англ. «services hedges») как таких Поименованных контрактов на покупку или продажу, которые компенсируют ожидаемые изменения величины получаемых или отчисляемых платежей в соответствии с исполняемым договором возмездного оказания услуг, стороной которого является хеджер. Договор оказания услуг, по общему правилу, должен проистекать из производства, изготовления, переработки, использования или транспортировки товара, являющегося базисным активом Поименованного контракта, при этом длительность этих видов деятельности не может превышать один год для сельскохозяйственных Поименованных контрактов²¹⁹. Принцип

²¹⁶ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(a)(2)(vi).

²¹⁷ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(a)(2)(vi)(A).

²¹⁸ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(a)(2)(vii).

²¹⁹ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(a)(2)(vii)(A).

корреляции хеджа и хеджируемого договора также усиливается прямым нормативным указанием на то, что изменение цены Поименованных контрактов должно быть по существу взаимосвязано с изменением величины получаемых или отчисляемых платежей по договору возмездного оказания услуг.

Вместе с тем, несмотря на достаточно строгое следование принципу корреляции, регулятор так же, как и в общих положениях о хеджировании, предусматривает возможность отступления от строгого соответствия, закрепляя категорию «кросс-товарных хеджирующих сделок» (англ. «cross-commodity hedges»)²²⁰. Правила CFTC в рамках понятия кросс-товарных хеджирующих сделок предусматривают то, что покупка и продажа Поименованных контрактов в целях хеджирования может предполагать компенсацию не только тем же самым количеством того же самого товара, но при соблюдении ключевого условия: изменение цены Поименованных контрактов должно быть взаимосвязано с изменением ожидаемой хеджируемой позиции на реальном рынке (т.е. стоимости денежных обязательств из одного или нескольких договоров на реальном рынке, заключение которых предполагается в будущем)²²¹. Ещё одно закономерное нормативное ограничение состоит в запрете заключения подобных хеджирующих договоров в поставочной форме по наиболее важным спецификациям контрактов в последние пять торговых дней перед закрытием торговли, т.е. в тот момент, когда рынок является наиболее неустойчивым и волатильным, а движение цен - непредсказуемым²²².

Уникальной по своему значению является ещё одна нормативно закреплённая договорная конструкция - так называемые «сквозные свопы» (англ. «pass-through swaps»)²²³. С учетом особого хозяйственного значения экономических отношений, связанных с хеджированием, регулятор при помощи данного правового инструмента, по сути, «превращает» некоторых изначальных спекулянтов (в экономическом смысле) в хеджеров (в правовом смысле), наделяя

²²⁰ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(a)(2)(viii).

²²¹ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(a)(2)(viii)(A).

²²² CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(a)(2)(viii)(B).

²²³ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(a)(3).

первых правовым статусом хеджеров и распространяя на них соответствующие привилегии. Так, признается добросовестным хеджированием заключение лицом (первоначальным спекулянтom) такого Поименованного контракта на покупку или продажу, который сокращает риски данного лица, проистекающие из свопа, заключенного и исполняемого другой стороной - контрагентом-хеджером (первоначальным хеджером) в рамках добросовестного хеджирования (т.е. «сквозного свопа»). При этом должны соблюдаться указанные выше для кросс-товарных сделок ограничения по срокам заключения такого Поименованного контракта, а также правило о том, что такой Поименованный контракт должен быть заключен в период реального хеджирующего эффекта сквозного свопа для первоначального хеджера по его договорам на реальном рынке²²⁴.

Таким образом, регулятор считает необходимым поддержать тех спекулянтов, которые, приняв у хеджеров риски по первоначальному свопу, пытаются в дальнейшем минимизировать свои риски по этому свопу заключением нового дериватива. Даже несмотря на то, что хеджируемым договором в данном случае выступает не договор на реальном рынке, а сквозной своп, представляется целесообразным закрепление такого исключения из общего правила и предоставление спекулянту в данном конкретном случае преференций хеджера - в целях общей направленности регулирования на поддержание стабильности финансовой системы и сокращения суммарных системных рисков, резко повышающихся в случае аккумуляирования крупными спекулянтами - финансовыми институтами (банками, страховщиками) рисков хеджеров (например, валютных или ипотечных рисков). Таких спекулянтов регулятор именуется также «нехеджирующими контрагентами» (англ. «non-hedging counterparties»). Показателен для понимания целей регулирования тот факт, что привилегии хеджеров распространяются на нехеджирующих контрагентов не только в части заключенных последними Поименованных контрактов, сокращающих риски по сквозным свопам, но и на сами эти сквозные свопы. Таким образом, спекулянт ситуативно рассматривается в качестве лица,

²²⁴ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(a)(3).

осуществляющего хеджирование, и при заключении им сквозного свопа с хеджером - но только в той степени, в которой такой нехеджирующий контрагент (спекулянт) сократил свои риски по этому свопу заключением вышеупомянутого Поименованного контракта²²⁵.

Стоит отметить, что своеобразным итогом достаточно гибкого подхода CFTC к регулированию хеджирования служит положение о том, что любое лицо, осуществляющее общепринятые на рынке практики по минимизации коммерческих рисков, которые не подпадают, по мнению этого лица, под рассмотренные выше специально поименованные виды хеджирующих договоров, может обратиться с запросом в CFTC о применимости преференций хеджеров в конкретной ситуации и получении соответствующего освобождения²²⁶. Представляется, что данная норма создает необходимые предпосылки для адекватной реакции CFTC и соответствующего уровня регулирования на динамически развивающиеся экономические отношения, в том числе на новые методики хеджирования.

Для надлежащей реализации прав, связанных с освобождением от административных лимитов, хеджерам необходимо выполнить ряд административных процедур по уведомлению CFTC о превышении лимитов по открытым Поименованным контрактам в связи с хеджированием - осуществляемом в данный момент или ожидаемом в будущем. Так, любое лицо, удерживающее превышающую лимиты позицию, должно представить CFTC так называемую «форму 404», в котором содержится информация о такой позиции за каждый рабочий день после нарушения лимита. В частности, форма должна содержать:

- 1) дату открытия хеджирующей позиции (т.е. дату заключения хеджирующего договора),
- 2) признаки, по которым заключение данного договора может быть квалифицировано в качестве добросовестного хеджирования,

²²⁵ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(a)(4).

²²⁶ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(a)(5).

- 3) наименование соответствующего Поименованного контракта,
- 4) наименование реального товара, являющегося источником хеджируемых рисков, и единицы его измерения²²⁷.

Также в форме 404 отражается информация о количестве принадлежащих хеджеру ценных бумаг на рынке реального товара, риски по которым хеджируются, информация о сумме обязательств по покупке или продаже по фиксированной цене, проистекающих из хеджируемых договоров на реальном рынке.

Другой механизм подачи отчетности связан с теми ситуациями, когда лицо ещё только намеревается превысить административные лимиты в целях хеджирования рисков, проистекающих из ожидаемой в будущем деятельности по производству, торговлей товаром, по получению роялти-платежей или оказанию услуг, связанных с товаром, являющимся базисным активом Поименованных контрактов. В этом случае в CFTC подается форма 404А, которая должна содержать, в частности:

- 1) описание ожидаемой деятельности на реальном рынке,
- 2) раскрытие соответствия планируемых хеджирующих Поименованных контрактов общим положениям о понятии хеджирования в рамках регулирования лимитов,
- 3) срок, в течение которого необходимо действие привилегий в связи с хеджированием, но не более одного года для сельскохозяйственных товаров и одного года для ожидаемой деятельности по торговле товарами,
- 4) сведения о реальной деятельности в отношении реального товара (использовании, производстве, переработке, торговле и др.) в течение предшествующих трех налоговых лет²²⁸.

Данный вариант подтверждения правового статуса хеджера предполагает подачу уведомления не позднее, чем за 10 дней до планируемого превышения лимитов в связи с хеджированием²²⁹.

²²⁷ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(c).

²²⁸ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(d).

Весьма специфическим и примечательным способом регулирования экономических отношений, связанных с хеджированием, является своеобразный «кейс-метод»: регулятор в приложении к основному тексту подзаконного акта подробно излагает примеры добросовестного хеджирования для разных сфер гражданского оборота и соответствующих поименованных хеджирующих договоров. Так, в частности, CFTC приводит модельные примеры для ситуаций с роялти-платежами, оказанием услуг, товарными займами, переработкой товаров, портфельным хеджированием, ожидаемой торговлей товарами, группами лиц, сделками репо и др.²³⁰. Каждое описание модельной ситуации состоит из двух частей: 1) обстоятельств дела (англ. «Fact Pattern») и 2) анализа (англ. «Analysis»).

Например, для ситуации, связанной с ожидаемой торговлей товарами, CFTC предлагает следующую показательную фабулу. Элеватору А, торговцу зерном, принадлежат складские мощности на 31 миллион бушелей. На складах в настоящее время находится 1 миллион бушелей зерна. Основываясь на опыте торговли трех предыдущих лет, Элеватор А планирует в сентябре заключить форвардный договор на покупку 30 миллионов бушелей по фиксированной цене с их последующей продажей в декабре. В данный момент времени цены на декабрьские зерновые фьючерсы существенно выше, чем цены на зерновые фьючерсы с исполнением в сентябре.

Для того, чтобы минимизировать риск, связанный с возможными неблагоприятными экономическими условиями и потенциальным неэффективным простоем пустых складских мощностей, который существенно снизит их прибыльность (и их экономическую ценность, соответственно) элеватор А заключает Поименованный фьючерсный контракт на покупку 30 миллионов бушелей зерна с исполнением в сентябре и Поименованный фьючерсный контракт на продажу 30 миллионов бушелей зерна с исполнением в декабре, пользуясь благоприятной разницей в цене, сложившейся на данный момент.

²²⁹ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(d)(2).

²³⁰ CFR Title 17 Chapter I Part 151. Appendix B to Part 151 - Examples of Bona Fide Hedging Transactions and Positions.

Представляется очевидным, что тем самым в данный момент времени хеджер (элеватор А) заключает на биржевом фьючерсном рынке такие деривативные договоры, которые по своим условиям аналогичны планируемым на реальном рынке договорам купли-продажи в сентябре и декабре.

Для данной фабулы регулятор предусматривает специальный анализ, представляющий собой квалификацию заключенных элеватором А договоров с точки зрения регулирования хеджирования, сопровождаемую комментарием и пояснениями. Так, СFTC указывает на то, что рассматриваемые сделки соответствуют как общим положениям о хеджировании, так и специальным требованиям, связанным с хеджированием ожидаемой торговли товарами, а также на то, что фьючерсные договоры, заключенные элеватором А, являются «субститутом» (замещением) будущих сделок на реальном рынке. При этом регулятор признает то, что хедж (заключенные фьючерсы) экономически пригодны для сокращения соответствующих коммерческих рисков, поскольку:

1) цена заключения декабрьского фьючерса на продажу выше цены заключения сентябрьского фьючерса на покупку, что соответствует разумной практике торговой деятельности,

2) элеватор А обоснованно рассчитывает на осуществление в будущем (сентябре и декабре) хеджируемой торговой деятельности, основываясь на своей сложившейся коммерческой практике в прошлые годы,

3) минимизируемый риск проистекает из возможного неблагоприятного изменения экономической ценности актива (складских мощностей), принадлежащих элеватору А.

При этом, в полном соответствии со специальными нормативными положениями о хеджировании в связи с ожидаемой торговой деятельностью, величина неиспользуемых складских мощностей, планируемых для использования в будущих сделках на реальном рынке, равна количеству товара,

являющегося базисным активом хеджирующих фьючерсных контрактов (30 млн. бушелей)²³¹.

Представляется, что подобный способ регулирования обеспечивает ясные и наглядные ориентиры для хозяйствующих субъектов при осуществлении деятельности по сокращению коммерческих рисков, позволяет хеджерам разрабатывать и применять такие стратегии хеджирования, которые не только являются экономически эффективными, но и, ввиду надлежащей правовой квалификации используемых договорных конструкций в рамках регулирования хеджирования, обеспечивают возможность получения особых прав преференциального характера.

В целом, анализ подзаконного регулирования хеджирования в США позволяет сделать вывод об использовании CFTC нескольких основных способов нормативной регламентации соответствующих экономических отношений, дополняющих и (или) уточняющих рассмотренные выше основные группы законодательных норм:

1. Уточнение общего определения хеджирования путем 2) закрепления незакрытого перечня общих типов хеджирующих договоров с указанием их обязательных, квалифицирующих признаков²³², 2) конкретизации сущности и характерных признаков хеджирования (например, разграничение хеджирования и других видов экономической деятельности при определении хеджирования свопами²³³);

2. Закрепление отдельных видов хеджирующих договоров в отдельных сферах хозяйственной деятельности (например, свопов, связанных с коммунальной деятельностью²³⁴);

²³¹ CFR Title 17 Chapter I Part 151. Appendix B to Part 151 - Examples of Bona Fide Hedging Transactions and Positions (7).

²³² CFR Title 17 Chapter I Part 1 § 1.3(z)(2).

²³³ CFR Title 17 Chapter I Part 1 § 1.3(kkk)(2).

²³⁴ CFR Title 17 Chapter I Part 1 § 1.3(ggg)(4)(B)(3).

3. Закрепление специального незакрытого перечня видов хеджирующих договоров и их квалифицирующих признаков в рамках отдельного правового института (например, в рамках регулирования торговых лимитов²³⁵);

4. Закрепление преференциальных норм для хеджеров в рамках отдельного правового института, установление специального льготного правового режима для хеджирующих сделок²³⁶;

5. Закрепление процедурных норм, регламентирующих порядок взаимодействия регулятора и хеджеров в целях получения последними льгот, предусмотренных преференциальными нормами²³⁷;

6. Описание в приложениях к нормативному акту модельных ситуаций - примеров надлежащей квалификации различных вариантов системного заключения коммерческих сделок на реальном рынке и рынке деривативов с точки зрения регулирования хеджирования²³⁸.

Представляется, что американское правовое регулирование хеджирования как на законодательном, так и на подзаконном уровне с очевидностью восприняло «структурно-функциональный» («синтетический») подход к понятию хеджирования, рассмотренный в первой главе настоящей работы. Можно сделать вывод о том, что в США направленность регулирования на весьма жесткое упорядочивание и ограничение рынка биржевых и внебиржевых спекулятивных деривативных договоров (дифференциация возможностей различных участников рынка по заключению деривативов, установление обязательных требований для отдельных участников рынка, запрет «чрезмерной спекуляции», «двойной торговли» и т.д.) сочетается с очевидным признанием американским законодателем положительного значения хеджирования для гражданского оборота и выстраиванием соответствующего регулирования, имеющего исключительно «стимулирующий» характер в отношении хеджирования рисков

²³⁵ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(a)(2).

²³⁶ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(a)(3).

²³⁷ CFR Title 17 Chapter I Part 151 § 151.5(c).

²³⁸ CFR Title 17 Chapter I Part 151. Appendix B to Part 151 - Examples of Bona Fide Hedging Transactions and Positions.

хозяйствующих субъектов, осуществляющих свою основную деятельность в реальном секторе экономики.

в) Правовые аспекты хеджирования внебиржевыми деривативными договорами (на примере США)

В экономической литературе справедливо указывается на то, что ответственное использование хозяйствующими субъектами деривативных договоров способствует установлению рыночных цен и позволяет участникам рынка уменьшать разнообразные коммерческие риски²³⁹. В качестве прекрасного примера американской практики хеджирования деривативами можно отметить опыт оказывающих населению услуги энергоснабжения коммунальных предприятий, которые часто хеджируют свои хозяйственные риски, связанные с похолоданием или аномальной жарой, посредством заключения «погодных» деривативов (т.е. деривативов, базовым активом в которых выступают значения температуры окружающей среды или же факты наступления существенных климатических аномалий или катаклизмов)²⁴⁰.

Однако в США стандартизированный и испытывающий сильное регулятивное воздействие рынок биржевых деривативов не позволяет хозяйствующим субъектам («конечным пользователям») должным образом подстраивать договорные средства под конкретные хозяйственные нужды в целях минимизации соответствующих рисков²⁴¹. Недостаточная для эффективного хеджирования гибкость биржевых инструментов приводит, в конечном итоге, к значительному росту внебиржевого рынка деривативов (англ. «over-the-counter market», «OTC market»)²⁴².

²³⁹ *Dodd R. Consequences of Liberalizing Derivatives Markets // Capital Market Liberalization and Development (José Antonio Ocampo & Joseph E. Stiglitz eds.), Oxford Scholarship Online. 2008. p. 297-298.*

²⁴⁰ *Gooch A.C., Klein L.B. Documentation for Derivatives. Vol. 2. 4th ed. Euromoney Institutional Investor PLC. 2002. p. 758-760.*

²⁴¹ *Duffie D., Li A., Lubke T. Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure // Fed. Res. Bank of N.Y., Staff Report No. 424, 2010. p. 9.*

²⁴² *Ibid.*

Представляется обоснованным мнение о том, что взрывной рост количества заключенных внебиржевых деривативов - следствие не только законодательных реформ, но и насущной потребности хозяйствующих субъектов в эффективном сокращении рисков и стабилизации цен посредством хеджирования²⁴³. Так, например, в ходе выступления в Комитете по сельскому хозяйству Палаты представителей США директор по связям с государственными органами американской продовольственной корпорации Cargill, являющейся крупным поставщиком не только продуктов питания, продукции сельского хозяйства, но и услуг по управлению рисками, отмечал, что Cargill предлагает «настраиваемые» хеджирующие сделки пекарням в целях защиты от волатильности цен на муку, в связи с чем розничные цены на выпечку становятся максимально стабильными. Cargill также разрабатывает для дистрибьюторов бытового топлива в Новой Англии насущно необходимые хеджирующие договорные схемы, помогающие дистрибьюторам справляться с резкими скачками цен на закупаемое у производителей топливо, что, в свою очередь, позволяет предлагать частным домохозяйствам стабильные цены в зимнее время. Аналогичные правовые средства используют и ресторанные сети для минимизации негативных последствий изменений цен на куриное мясо, обеспечивая тем самым возможность выставить разумные розничные цены на блюда из курицы²⁴⁴.

Таким образом, «конечные потребители» используют деривативы для максимально возможного сокращения хозяйственных рисков, связанных с нежелательными колебаниями цен или процентных ставок. Иногда задачи в

²⁴³ См. позицию Роберта Пикела, исполнительного директора Международной ассоциации свопов и деривативов (ISDA): Hearing on the Effective Regulation of the Over-the-Counter Derivatives Markets Before the H. Comm. on Financial Services Sub. Comm. on Capital Markets, Insurance and Gov't Regulation, 111th Cong. (2009) (written testimony of Robert Pickel, Chief Executive Officer, International Swaps and Derivatives Association). URL: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-111hhr52397/html/CHRG-111hhr52397.htm> (дата обращения: 26.05.2016).

²⁴⁴ Hearing To Review Proposed Legislation By the U.S. Department of the Treasury Regarding the Regulation of Over-The-Counter Derivatives Markets Before the H. Comm. on Agriculture, 111th Cong. 5 (2009) (testimony of Jon Hixson, Director of Federal Government Relations, Cargill). URL: <https://archives-agriculture.house.gov/sites/republicans.agriculture.house.gov/files/testimony/111/111-29.pdf> (дата обращения: 26.05.2016).

рамках риск-менеджмента удастся решить посредством исключительно биржевых деривативов. Однако в биржевой торговле хеджеры могут столкнуться с рядом очевидных трудностей. Например, страхуемые риски могут быть связаны с таким активом, который не имеет точного соответствия базисному активу, торгуемому на бирже. Более того, величина актива, являющегося предметом хеджируемого договора, а также его срок могут не соответствовать стандартным условиям биржевых инструментов, закрепленных в спецификациях конкретных бирж. Логично предположить, что контракт на живой крупный рогатый скот, предлагаемый для торговли на Чикагской бирже, не может быть инструментом хеджирования для ресторанной сети, продающей говяжьей стейки премиального качества. Помимо несоответствий в предмете и сроках, в данном случае существуют и «качественные» риски: нормативно определенное качество говядины в таких контрактах не может быть равноценным аналогом высочайших требований ресторанов, что означает существенное различие в ценах на актив, с очевидностью препятствующее успешному хеджированию²⁴⁵. В данном случае ресторанная сеть, определив виды закупаемых товаров, их качество, количество и ассортимент, оценив периодичность заключения договоров купли-продажи и обычные сроки поставки, может найти наиболее подходящие для хеджирования правовые средства среди «настраиваемых» деривативных договоров, условия которых подлежат согласованию сторонами в рамках частного переговорного процесса.

Для хозяйствующего субъекта представляют интерес и те деривативы, базисным активом которых является процентная ставка по кредитам (англ. «interest rate derivatives») ²⁴⁶. В том случае, если лицо получает заемные денежные средства от банка по плавающей процентной ставке, вышеуказанные деривативы могут являться средством хеджирования рисков, связанных с невыгодным повышением процентной ставки. Очевидно, что фиксация ставки по кредиту

²⁴⁵ Johnson R.S. Introduction to Derivatives: Options, Futures, and Swaps. Oxford University Press. 2008. p. 319-321.

²⁴⁶ См. краткий обзор данного дериватива у П. Макбрайда: McBride P.M. Op. cit., p. 1091-1092.

элиминирует соответствующий риск. В связи с этим хеджер может заключить процентный своп, в соответствии с которым он будет выплачивать сумму, равную фиксированному проценту от суммы полученного кредита, а взамен получать платежи, равные плавающей ставке, т.е. фактически хеджер «обменивает» плавающую ставку на фиксированную. При этом заемщик, в зависимости от конкретных условий кредитного договора, может разработать наиболее подходящие ему для хеджирования договорные условия и попытаться согласовать их на переговорах с потенциальным контрагентом по свопу.

Так, например, если кредитный договор предполагает ставку, равную Лондонской межбанковской ставке предложения (LIBOR, плавающая часть ставки) плюс 4 процента (фиксированная часть), заемщик может прийти к выводу, что приемлемым результатом хеджирования является 7 процентов фиксированной ставки. В этом случае он начинает процесс согласования «обмена» платежей по фиксированной ставке в 3 процента на платежи по плавающей ставке. В результате успешного заключения свопа хозяйствующий субъект в результате хеджирования фактически выплачивает только 4 процента фиксированной ставки по кредитному договору и 3 процента фиксированной ставки по процентному свопу, тем самым полностью избавляясь от рисков, связанных с неблагоприятными колебаниями Лондонской межбанковской ставки предложения. Разумеется, с юридической точки зрения, заемщик продолжает выплачивать банку по кредитному договору ставку, равную LIBOR плюс 4 процента, однако с экономической точки зрения происходит взаимная компенсация платежей между банком, заемщиком и другой стороной по процентному свопу. Если LIBOR поднимается выше 3 процентов, тогда в результате неттинга (зачета встречных однородных требований) заемщик получает от контрагента по свопу сумму, равную разнице между LIBOR и 3 процентами, которую использует для компенсации увеличенных платежей банку. Если LIBOR опускается ниже 3 процентов, тогда уже сам заемщик обязан выплатить разницу контрагенту по свопу, однако эти издержки снова компенсируются уменьшенными платежами в пользу банка по кредитному

договору. Примечательно, что в некоторых кредитных договорах иногда специально предусматривается обязательство заемщика захеджировать риски, связанные с процентной ставкой²⁴⁷. Включение такого условия свидетельствует о том, что банк заинтересован не столько в возможности увеличения платежей по кредиту вследствие роста процентной ставки, сколько в стабильности выплат и общей платежеспособности заемщика, освобожденного от вышеуказанных рисков.

Ещё одним полезным инструментом хеджирования могут быть CDS (англ. «credit default swaps», дефолтные свопы, т.е. свопы на неисполнение долговых обязательств)²⁴⁸. В процессе осуществления хозяйственной деятельности лицо, вступая в разнообразные договорные обязательства, занимает положение и должника, и кредитора. Очевидно, что риски, связанные с невозможностью взыскать дебиторскую задолженность, в том числе ввиду объективной неплатежеспособности контрагентов, имеют критическую значимость для практически любого хозяйствующего субъекта. Возможность получить надлежащее исполнение от должников определяет финансовое положение и платежеспособность самого кредитора. Для минимизации риска неисполнения должником денежного обязательства кредитор может сделать согласованную сумму долговых требований предметом внебиржевого CDS, который в данном случае будет служить своего рода заменой договору страхования.

Так, например, если производитель стали в соответствии с договором поставки располагает определенной суммой прав требования (номинальным объемом прав по договору) к машиностроительному предприятию, продолжающему исполнять обязательства, но действующему в условиях резко возросших макроэкономических рисков, производитель может попытаться переложить соответствующие риски неисполнения обязательств на другое лицо посредством CDS. Согласно условиям такого дефолтного свопа, «покупатель

²⁴⁷ Wright R., Cook W., Gray R. The LSTA's Complete Credit Agreement Guide. McGraw-Hill. 2009. p. 332-334.

²⁴⁸ McBride P.M. Op. cit. p. 1093-1094.

защиты» (англ. «protection buyer», т.е. производитель стали), будет обязан осуществлять периодические платежи «продавцу защиты» (англ. «protection seller», например, финансовой организации), размер которых будет рассчитываться с учетом согласованного размера хеджируемых требований. Сумму долговых обязательств и «покрываемые» свопом обстоятельства (события), являющиеся результатом реализации хеджируемых рисков и предопределяющие возникновение обязательств у «продавца защиты» (в некотором смысле аналог страхового случая в страховом договоре), также следует рассматривать в качестве обязательных условий CDS²⁴⁹. Дефолтным обстоятельством (англ. «credit event») в данном случае может быть не только, например, принятие судом к рассмотрению заявления о банкротстве должника, но и так называемое «списание» (англ. «write-down», сокращение суммы долговых обязательств по сравнению с номинальной суммой, установленной свопом), факт неисполнения должником денежного обязательства в пределах, установленных свопом, снижение кредитного рейтинга должника до определенного уровня и др.²⁵⁰ В случае наступления дефолтного обстоятельства «продавец защиты» должен будет выплатить производителю стали определенную сумму, равную, например, разнице между согласованной суммой долга и рыночной стоимостью данных прав требования, или же полную сумму базисного актива CDS, но в обмен на уступку «продавцу защиты» прав требования к должнику²⁵¹.

Таким образом, заключение CDS позволяет производителю достаточно эффективно осуществить хеджирование: если дефолтное обстоятельство не наступает, платежи «покупателя защиты» контрагенту по свопу с избытком компенсируются надлежащим исполнением денежных обязательств должником по хеджируемому договору, если же дефолтное обстоятельство наступает, «покупатель защиты» в некоторых случаях может даже сохранить получение

²⁴⁹ См. подробнее о CDS: *Bendernagel D.A. et al. Credit Derivatives: Usage, Practice and Issues // Advanced Swaps & Other Derivatives. 2009.*

²⁵⁰ *Fabozzi F.J. Handbook of Finance, Financial Markets and Instruments. John Wiley & Sons, 2008. p. 386-387.*

²⁵¹ *Bendernagel D.A. et al. Op. cit.. p. 305.*

исполнения от должника (например, в случае понижения кредитного рейтинга) или же получает только частичное исполнение от должника или не получает его совсем, что, в свою очередь, компенсируется выплатами со стороны «продавца защиты». Безусловно, в каждом из случаев производитель стали не получит всю номинальную сумму долга - разницу между этой максимальной суммой и фактически полученными денежными средствами можно считать издержками хеджирования, которое, тем не менее, позволяет существенным образом снизить негативные последствия неисполнения договорных обязательств контрагентами. При этом некоторые авторы справедливо отмечают, что хеджирование посредством CDS следует отличать от страхования по договору кредитного страхования: при заключении дефолтного свопа кредитор не скован формальным требованием наличия у него страхового интереса, что позволяет в рамках некоторых CDS получать выплаты от «продавца защиты» даже без действительного ущерба, т.е. без фактического неисполнения обязательств должником²⁵². В таких ситуациях «покупатель защиты» страхуется, по сути, не от неблагоприятных имущественных последствий, а от повышения вероятности их наступления (в случае, например, понижения кредитного рейтинга должника). Разумеется, подобные примеры заключения некоторых видов CDS нельзя в полной мере считать классическим хеджированием как «обратным воспроизведением», взаимной компенсацией денежных потоков по различным обязательствам, что, вместе с тем, нисколько не умаляет общее значение CDS как правового средства хеджирования.

Рассмотренные выше внебиржевые средства хеджирования обладают весьма существенной гибкостью в качестве «настраиваемых» деривативов. Первым направлением «настройки», как уже указывалось выше, является подбор наиболее подходящего дериватива и его приспособление к особенностям конкретной хозяйственной деятельности и заключаемых в её рамках договоров. Однако хозяйствующий субъект также может по своему усмотрению определить

²⁵² Culp C.L. Credit Risk Management Lessons From Enron // Corporate Aftershock: The Public Policy Lessons From the Collapse of Enron and Other Major Corporations. Wiley. 2003. p. 218-221.

объём риска, который подлежит хеджированию, что составляет второе направление возможной «настройки». Следует отметить, что в некоторых случаях лицо сохраняет часть рисков, рассчитывая сэкономить на издержках хеджирования, использовать другие методы риск-менеджмента или же целенаправленно претерпевать эти риски ввиду гипотетической возможности получения максимальной имущественной выгоды. В данном случае «настройка» осуществляется посредством, например, уменьшения в свопе суммы кредита, по которой будут хеджироваться риски, связанные с процентной ставкой, или же сокращения перечня дефолтных обстоятельств в CDS.

В первой главе настоящей работы уже отмечалось, что при заключении деривативного договора хеджер, устраняя свои риски, не уничтожает их, а лишь передаёт тем лицам, которые готовы их принять (чаще всего, спекулянтам). На наглядном примере дефолтных свопов можно предположить, что с увеличением количества заключаемых в целях хеджирования деривативов будет увеличиваться не только общий номинальный объём таких сделок, но и совокупный риск всей финансовой системы, поскольку риски той части гражданского оборота, которая связана с реальным рынком, как бы «перетекают» в рынок деривативов. Известный правовед и специалист по деривативам П. Макбрайд, однако, справедливо указывает на отсутствие прямо пропорциональной зависимости совокупного риска от совокупного номинального объема заключенных сделок, так как часть из них составляют офсетные сделки, ликвидирующие открытые позиции, т.е. обратные сделки, прекращающие уже заключенные договоры²⁵³. Ввиду своего «нейтрализующего», компенсирующего характера офсетные сделки увеличивают совокупный номинальный объем заключенных договоров, но, очевидно, не совокупный риск, приводя рынок в некотором смысле в исходное положение, существовавшее до заключения дериватива²⁵⁴.

Несмотря на то, что уход хеджеров из стандартизированной и жестко регулируемой биржевой торговли на рынок внебиржевых деривативов сам по

²⁵³ Подробнее об офсетных сделках см.: Павлодский Е.А. Указ. соч. С. 43-45.

²⁵⁴ McBride P.M. Op. cit, p. 1094-1095.

себе не влечет усиление системных рисков, можно констатировать существенную взаимозависимость действий хозяйствующих субъектов при заключении нерегулируемых внебиржевых договоров, что, в свою очередь, может быть потенциальной угрозой для стабильности финансовой системы²⁵⁵. «Настраиваемость», свободный поиск контрагента и согласование с ним договорных условий – не только ключевое преимущество внебиржевых деривативов, но и их недостаток, что весьма метко отражено в несколько парадоксальной, но уместной применительно к деривативам мысли профессора Г. Ху: «цена договорной свободы – большой риск неисполнения обязательств»²⁵⁶. Действительно, вне действия правовых гарантий и средств контроля, установленных законодательством и локальными актами бирж, на внебиржевом рынке хозяйствующий субъект для снижения рисков, связанных с личностью контрагента, может лишь повысить уровень разумной осмотрительности при его выборе, усилить меры предварительной проверки и т.п. Так или иначе, но все эти «фильтры» при поиске контрагента не имеют системного характера и зависят лишь от возможностей и способностей того или иного хозяйствующего субъекта – и это при том, что речь может идти о заключении чрезвычайно крупных сделок, в перспективе влияющих не только на экономическое положение сторон, но и на состояние всего рынка в целом.

Одним из основных способов устранения риска неисполнения обязательств на внебиржевом рынке деривативов можно считать внедрение системы обязательного централизованного клиринга, функциональность которого не ограничивается организованными торгами как традиционной сферой использования клиринговых механизмов²⁵⁷. Ключевой фигурой клиринга является центральный контрагент (англ. «central counterparty», далее – «ССР», «ЦК»), выступающий «покупателем для всех продавцов и продавцом для всех

²⁵⁵ McBride P.M. Op. cit, p. 1094-1095.

²⁵⁶ Hu H. T.C. Misunderstood Derivatives: The Causes of Informational Failure and the Promise of Regulatory Incrementalism // 102 Yale Law Journal. 1993. p. 1465.

²⁵⁷ McBride P.M. Op. cit. p. 1094.

покупателей»²⁵⁸ в результате трансформации (представляющей собой, по сути, одновременную уступку прав и перевод долга - так называемую «передачу договора» по смыслу российского гражданского законодательства²⁵⁹) взаимных обязательств сторон деривативного договора во взаимные обязательства каждой из сторон и центрального контрагента. Таким образом, формируется система исполнения обязательств, своей схемой напоминающая ступицу и спицы²⁶⁰: стороны внебиржевого дериватива передают риски неплатежеспособности контрагента и неисполнения обязательств по договору (англ. «counterparty risks») центральному контрагенту, обязавшемуся осуществить исполнение по деривативу, а центральный контрагент, в свою очередь, приобретает офсетные, взаимокompенсирующие позиции, что, при условии выполнения сторонами дериватива обязательств по клиринговому договору, означает устранение для центрального контрагента рыночных (ценовых) рисков по принятым позициям²⁶¹.

Таким образом, клиринг сводит отдельные риски его участников по отдельным деривативным договорам к однородному риску центрального контрагента, связанному с возможным неисполнением участником клиринга его обязательств перед центральным контрагентом по клиринговому договору. Элиминирование подобного риска ЦК может быть осуществлено посредством нескольких основных мер, направленных, с одной стороны, на предупреждение появления самого факта неисполнения, с другой стороны, на минимизацию негативных последствий для ЦК в случае наступления неплатежеспособности. К первой группе мер можно отнести систему допуска хозяйствующих субъектов к клирингу при помощи специального порядка приобретения статуса участника клиринга, удовлетворяющего установленным критериям – в первую очередь, определенному уровню кредитоспособности и финансовых показателей²⁶².

²⁵⁸ *Haene P., Sturm A. Optimal Central Counterparty Risk Management // Swiss National Bank, Working Paper No. 2009-7, 2009. p. 2.*

²⁵⁹ См. ст. 392.3. ГК РФ.

²⁶⁰ См. наглядные схемы в: *Duffie D., Li A., Lubke T. Op. cit. p. 6.*

²⁶¹ *McBride P.M. Op. cit. p. 1096.*

²⁶² *Hasenpusch T.P. Clearing Services for Global Markets. Cambridge University Press. 2009. p. 50-52.*

Исключение заведомо несостоятельных субъектов позволяет существенно уменьшить дефолтные риски.

К другой группе мер можно отнести обязательное внесение участником клиринга гарантийной маржи, компенсирующую потери ЦК при уже состоявшемся неисполнении обязательств. Следует отметить, что участник клиринга вносит два вида маржи: 1) первоначальную (англ. «initial margin»), 2) вариационную (англ. «variation margin»). Первоначальная маржа необходима для открытия позиции (заключения договора) и рассчитывается однократно в зависимости от вида дериватива и цены договора. Цель внесения первоначальной маржи – обеспечить компенсацию издержек ЦК, затраченных на ликвидацию позиции в том случае, если сторона деривативного договора не исполнит свои обязательства по сделке, которые, с учетом нахождения дериватива в рамках клирингового механизма, трансформировались в обязательства участника клиринга перед ЦК по внесению другого вида маржи – вариационной. Вариационная маржа, в отличие от первоначальной, рассчитывается каждый день, а её выплата, производимая ввиду клиринга не стороной договора, а получившим от неё сумму маржи ЦК, - есть предмет расчетного дериватива (в поставочном деривативе исполнение будет осуществляться реальной передачей базисного актива). Вариационная маржа равна величине ежедневного изменения позиции (т.е. разнице между ценой заключения договора и текущей рыночной ценой базисного актива), риски её непоступления ЦК от участника клиринга устраняются внесением первоначальной маржи, а риски по первоначальной марже отсутствуют как таковые в связи с принципиальной невозможностью открытия для клиринга необеспеченной позиции²⁶³. В целом данную модель минимизации рисков в зарубежной литературе иногда именуют моделью «вылетевший платит» (англ. «defaulter-pays»)²⁶⁴.

В некоторой степени сходным с маржой правовым средством поддержания стабильности рынка внебиржевых деривативов и уменьшения риска является

²⁶³ См. подробнее о марже и ее видах: *Duffie D., Li A., Lubke T.* Op. cit. p. 7.

²⁶⁴ *Haene P., Sturm A.* Op. cit. p. 2-3.

создание гарантийных фондов посредством установления обязанности всех участников клиринга отчислять специальные гарантийные взносы. Несмотря на то, что гарантийный фонд так же, как и маржа, минимизирует негативные последствия уже наступившего неисполнения обязательств, данный инструмент рассматривают в качестве противоположной модели «выживший платит» (англ. «survivor-pays»)²⁶⁵: дополнительную финансовую защиту формируют не взносы будущих неисправных должников, а отчисления платежеспособных участников клиринга. Принято считать, что гарантийная маржа элиминирует стандартные рыночные риски в период нормального состояния рынка, тогда как гарантийный фонд поддерживает стабильность рынка во время экономических кризисов и экстраординарных обвалов цен²⁶⁶.

Переложение рисков сторон на ЦК – профессионального участника финансовых рынков, поддержанного вышеуказанными защитными мерами, – свидетельствует о его бесспорной роли в обеспечении стабильности всей финансовой системы²⁶⁷. Разумно предположить, что спекулянт, принявший на себе определенное количество рисков различных хозяйствующих субъектов в результате хеджирования, может посчитать целесообразным нейтрализацию части приобретенного рыночного риска при помощи компенсирующих сделок, в которых он будет занимать обратную позицию (т.е. позицию хеджера в первой сделке²⁶⁸). Например, спекулянт – плательщик плавающей ставки по процентному свопу заключит новый процентный своп со сходными условиями, в котором выступит уже в качестве плательщика фиксированной ставки, или же спекулянт – «страховщик» в CDS, получающий премию от хеджера, приобретет права «страхователя» в другом аналогичном CDS. Таким образом, спекулянт, зачастую являющийся крупным финансовым учреждением (банком, хедж-фондом),

²⁶⁵ Haene P., Sturm A. Op. cit. p. 2-3.

²⁶⁶ Hasenpusch T.P. Op. cit. p. 28-29.

²⁶⁷ Данная роль ЦК справедливо отмечается и в российской правовой доктрине: Селивановский А.С. Биржевые договоры // Хозяйство и право. 2013. № 10. С. 29.

²⁶⁸ В данном случае обратную сделку, на мой взгляд, нельзя считать хеджирующей: спекулянт не становится хеджером, так как не является хозяйствующим субъектом, минимизирующим риски реальной хозяйственной деятельности.

уменьшает свои рыночные (ценовые, прежде всего) риски, принятые от хеджеров, но одновременно, ввиду вступления в новое договорное правоотношение, по сути, удваивает риски, связанные с неплатежеспособностью контрагентов. Накопление таких рисков, с одной стороны, повышает вероятность имущественных потерь для самого спекулянта, с другой стороны, – чрезмерно увеличивает количество зависимых от него участников рынка. В том случае, если спекулянт, являющийся крупным финансовым институтом и удерживающий значительные позиции по дериватам, станет неплатежеспособным, множество его контрагентов одновременно не получат встречное предоставление, что может привести к серьезным потрясениям для рынка. Знание о чрезмерном сосредоточении позиций у одного лица само по себе может способствовать тому, что любой ложный слух о его возможной неплатежеспособности заставит контрагентов массово закрывать позиции (прекращать обязательства), создавая тем самым угрозу для стабильности рынка²⁶⁹.

Как уже отмечалось выше, внедрение фигуры центрального контрагента позволяет «расщепить» вышеуказанные «скопления» договорных связей, «отформатировать» риски и перераспределить их в пользу ЦК, в связи с чем зависимость рынка от крупных спекулянтов существенно снижается. Более того, если осуществляется не двусторонний клиринг (т.е. исполнение, осуществляемое двумя сторонами применительно к конкретному договору), а многосторонний (т.е. при формировании центральным контрагентом «пула» обезличенных обязательств разных контрагентов по различным договорам, подлежащих исполнению), тогда некоторые принятые ЦК позиции могут компенсировать друг друга в качестве офсетных – например, если есть круговая цепочка «субъект А должен 1 млн. рублей субъекту В, субъект В должен 1 млн. рублей субъекту С, субъект С должен 1 млн. рублей субъекту А». Некоторые исследователи клиринга в связи с этим справедливо полагают, что преимуществом функционирования ЦК является не только устранение рисков контрагентов, связанные с неисполнением, но и увеличение ликвидности рынка: наличие в «пуле» ЦК компенсирующих

²⁶⁹ Duffie D., Li A., Lubke T. Op. cit. p. 11.

позиций для любого заключенного договора позволяет участникам клиринга при желании с легкостью закрывать свои собственные позиции и, в конечном итоге, сокращает совокупный объем неисполненных (открытых) обязательств на рынке деривативов²⁷⁰.

Основы регулирования клиринговой деятельности закреплены в ключевом американском законодательном акте, принятом по итогам финансового кризиса 2008 года, - Законе Додда-Франка.

В отношении свопов Закон Додда-Франка устанавливает обязательную процедуру централизованного клиринга для двух категорий участников рынка – «своп-дилеров» (англ. «swap dealers») и «участников крупных свопов» (англ. «major swap participants»), определения которых (с учетом изменений, внесенных Законом Додда-Франка) закреплены в Законе о товарных биржах. Своп-дилерами, прежде всего, признаются лица, для которых заключение свопов за свой собственный счет является обычной хозяйственной деятельностью, а также лица, которые позиционируют себя в качестве своп-дилеров или являются маркет-мейкерами или широко известны на рынке в качестве дилеров или маркет-мейкеров²⁷¹. В качестве участников крупных свопов рассматриваются те лица, которые, не являясь своп-дилерами, либо 1) удерживают значительные позиции по любым видам крупных свопов, за исключением договоров, заключенных в целях хеджирования, либо являются 2) организациями, чьи открытые позиции по свопам создают такие риски, связанные с неисполнением договоров, которые могут иметь существенное негативное влияние на стабильность финансовой системы²⁷². Полномочие по определению величины таких позиций (объема заключенных свопов) возлагается на независимое федеральное ведомство

²⁷⁰ Так называемый многосторонний неттинг, о котором см. ниже. Также см. подробнее: *Bliss R.R., Steigerwald R.S. Derivatives Clearing and Settlement: A Comparison of Central Counterparties and Alternative Structures // Economic Perspectives, Vol. 30, No. 4, Fourth Quarter 2006. p. 26; Hasenpusch T.P. Op. cit. p. 46.*

²⁷¹ Commodity Exchange Act § 1a(49).

²⁷² Commodity Exchange Act § 1a(33)(A).

(CFTC)²⁷³. Представляется, что круг субъектов, подпадающих под действие клиринговых требований, достаточно широк и гибок одновременно.

Вместе с тем, подлежат клирингу не все свопы, а только те свопы, их группы, типы, виды или классы, которые определены CFTC²⁷⁴. Более того, установленные законом исключения освобождают из-под действия обязательного клиринга именно хеджеров - хозяйствующих субъектов, использующих внебиржевые деривативы в качестве правовых средств сокращения рисков в основной хозяйственной деятельности. Так, в Законе Додда-Франка было закреплено правило о том, что клиринговые требования не распространяются на те свопы, в которых одна из сторон одновременно 1) не является финансовой организацией, 2) использует свопы в целях хеджирования или уменьшения коммерческого риска (англ. «hedging or mitigating commercial risk»), 3) сообщает в установленном порядке CFTC о соответствии своего финансового положения взятым на себя обязательствам по заключенным свопам²⁷⁵. Соответствующие вышеуказанным критериям хеджеры могут по своему усмотрению определять то, будут ли заключенные ими договоры проходить процедуру централизованного клиринга.

В то же время, нельзя не отметить некоторые недостатки вышеуказанной нормы, освобождающей хеджеров от исполнения требований обязательного клиринга. В Законе Додда-Франка не раскрывается понятие коммерческого риска, не уточняется характер тех действий, которые могут являться его уменьшением, не содержится определение хеджирования применительно к данному исключению, равно как и отсылочная норма, указывающая на имеющуюся в этом же акте нормативную интерпретацию понятия применительно к другим целям²⁷⁶. Примечательно, что достаточно подробная подзаконная конкретизация понятия «хеджирование или уменьшение коммерческого риска», предложенная CFTC, в целом сводится к описанию рисков, сокращение которых охватывается данным

²⁷³ Commodity Exchange Act § 1a(33)(B).

²⁷⁴ Dodd-Frank Act § 723(h)(2)(A)(i).

²⁷⁵ Dodd-Frank Act § 723(h)(7)(A).

²⁷⁶ См. определение добросовестного хеджирования: Commodity Exchange Act § 6a(c)(2).

понятием, а также к утверждению о том, что своп используется в целях хеджирования или уменьшения коммерческого риска тогда, когда он «не предназначен для целей, природа которых связана со спекуляцией, инвестированием или торговлей»²⁷⁷.

Таким образом, регулятор избегает определения коммерческого риска и предлагает квалификацию хеджирующих сделок, условно разделенную на два этапа: 1) исключение недопустимых целей (спекуляция, инвестирование, торговля), 2) соответствие сокращаемого риска установленному перечню допустимых рисков. Представляется, что недостатки интерпретации понятия посредством нормативного перечисления отдельных его проявлений достаточно очевидны: адаптация перечня может не успевать вслед за изменяющимися экономическими отношениями и порождать правовую неопределенность в применении рассматриваемого исключения. Аналогичную проблему можно отметить и в связи с требованием обязательного уведомления хеджером CFTC о соответствии своего финансового положения обязательствам по хеджирующим сделкам: закон не устанавливает то, должно ли агентство проверять достоверность представленного уведомления, и если должно, то в каком порядке и по каким критериям. Так или иначе, но издержки, связанные с разработкой, представлением и согласованием уведомления о соответствии для каждого хеджирующего договора, вкупе со стандартными издержками хеджирования могут привести к повышению цен на продукцию хеджеров²⁷⁸, к отказу от хеджирования в пользу иных методов управления риском или же к принятию исходного риска хозяйствующим субъектом.

В прикладной юридической литературе справедливо отмечается, что Закон Додда-Франка, устанавливая нормативные основы клиринга, низводит конкретизацию множества важнейших положений на подзаконный уровень

²⁷⁷ End-User Exception to the Clearing Requirement for Swaps // Federal Register. Vol. 77, No. 139. Thursday, July 19, 2012. Rules and Regulations.

²⁷⁸ Peterson S. There's a Derivative in Your Cereal. The Atlantic, July 29, 2010, URL: <http://www.theatlantic.com/business/archive/2010/07/theres-a-derivative-in-your-cereal/60582/>, дата обращения: 12.08.2017.

(объем заключенных договоров как критерий определения участника крупного свопа, виды свопов, подлежащих клирингу, и т.д.), что затрудняет работу федеральных ведомств и, в конечном итоге, ставит под сомнение эффективность всей системы обязательного централизованного клиринга²⁷⁹. Более того, клиринговые процедуры с участием ЦК не являются универсальным средством устранения всех системных рисков ввиду невозможности их применения без наличия ряда объективных и обязательных условий. В доктрине обычно выделяют два необходимых условия для эффективного функционирования централизованного клиринга: стандартизированность дериватива, подлежащего клирингу, и значительные объёмы торговли этим инструментом²⁸⁰. С одной стороны, только стандартные условия могут позволить ЦК разработать универсальные требования по внесению маржи и систему управления риском в целом, с другой стороны, недостаточный объем заключенных деривативов того или иного вида не обеспечивает надлежащим образом возможность своевременного прекращения (ликвидации) ЦК обязательств неплатежеспособного участника клиринга по этому виду деривативов ввиду полного или частичного отсутствия офсетных позиций в клиринговом «пуле». Представляется, что именно эти условия предопределили вышеуказанную законодательную норму об обязательном клиринге только для тех свопов, которые определены в качестве таковых CFTC.

Таким образом, значительная часть «настраиваемых» внебиржевых деривативов объективно не способна эффективно проходить процедуры централизованного клиринга, что, очевидно, не позволяет рассматривать его в качестве «панацеи» от всех системных рисков рынка деривативов. При этом одновременное заключение хеджером как подлежащих централизованному клирингу деривативов, так и не подлежащих ему, во-первых, приводит к необходимости подстраиваться под различные режимы регулирования даже при хеджировании одного и того же риска, а во-вторых, лишает хеджера возможности

²⁷⁹ McBride P.M. Op. cit. p. 1105.

²⁸⁰ Duffie D., Li A., Lubke T. Op. cit. p. 8.

производить зачет взаимных обязательств (позиций) с контрагентом по двум дериватам (так называемый двусторонний неттинг, англ. «bilateral netting») в том случае, если один из них помещен в систему централизованного клиринга²⁸¹. Ограниченный доступ к двустороннему неттингу вполне может компенсироваться использованием многостороннего неттинга (англ. «multilateral netting») в рамках централизованного клиринга, когда необходимые для закрытия офсетные позиции изыскиваются в клиринговом «пуле». Представляется, однако, что для максимизации преимуществ многостороннего неттинга необходимо 1) существенное расширение круга тех деривативов, которые подлежат клирингу посредством ЦК, 2) не распыление отдельных видов деривативов по многочисленным небольшим ЦК, а их сосредоточение в рамках одного и того же ЦК: согласно экономическим исследованиям, именно такой вариант централизованного клиринга позволяет сократить средний оценочный уровень рисков контрагентов на 37%²⁸². В то же время, на мой взгляд, усиление и укрупнение ЦК должно быть умеренным и разумным, поскольку чрезмерное сосредоточение рисков у немногочисленных ЦК, даже с учетом вышеуказанных нормативных защитных мер (введение объективных «цензов» для участия в клиринге, маржинальных требований, гарантийных фондов)²⁸³, может привести к крайне негативным последствиям для всего рынка по тем же причинам, что и в вышеописанном примере с крупными спекулянтами - финансовыми институтами, чья деятельность создает опасную зависимость множества участников рынка от платежеспособности одного единственного лица.

Вышеизложенные соображения позволяют сделать несколько выводов.

Внебиржевые деривативы являются эффективными инструментами хеджирования, способными уменьшить имущественные потери и обеспечить приемлемую стабильность цен. При этом регулирование внебиржевого рынка

²⁸¹ См. о двустороннем и многостороннем зачете (неттинге): *Duffie D., Zhu H.* Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk? // Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 46; Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 2022. April 27, 2011. p. 3.

²⁸² *Duffie D., Zhu H.* Op. cit. p. 22.

²⁸³ Dodd-Frank Act § 725(c).

деривативов в целях ограничения роста системных рисков и поддержания стабильности финансовой системы осуществляется посредством внедрения процедур обязательного централизованного клиринга с участием центрального контрагента.

Примечательно, что рост рынка деривативов в США и всё большее распространение хеджирования среди хозяйствующих субъектов привело к появлению ещё в 1992 году знакового прецедента - дела *Brane v. Roth*²⁸⁴, в котором Апелляционный суд Индианы поддержал решение суда первой инстанции, привлёкшего к ответственности руководителей сельскохозяйственного кооператива за необоснованную и неосмотрительную программу хеджирования. Позиция суда была облечена в чрезвычайно любопытные формулировки: «директора нарушили свои обязанности тем, что привлекли некомпетентного в хеджировании управляющего, не контролировали его действия, оказались неспособны усвоить базовые принципы хеджирования, достаточные для руководства хеджирующей деятельностью и надлежащего контроля за управляющим». На мой взгляд, тем самым суд признал хеджирование не экзотической прихотью руководителей юридического лица, а нормальным видом управленческой деятельности, составляющим часть содержания функций руководителей и являющимся предметом соответствующих юридических обязанностей. Более того, согласно статистическим данным, 90% компаний, зарегистрированных в США и входящих в список Fortune 500, приблизительно 50% представителей среднего бизнеса, не являющихся финансовыми организациями, а также тысячи более мелких компаний используют хеджирование внебиржевыми деривативами в рамках своих программ по управлению риском²⁸⁵. Как уже было показано выше, Закон Додда-Франка,

²⁸⁴ *Brane v. Roth*, 590 N.E.2d 587, 591-92 (Ind. Ct. App. 1992).

²⁸⁵ Hearing on the Effective Regulation of the Over-the-Counter Derivatives Markets Before the H. Comm. on Financial Services Sub. Comm. on Capital Markets, Insurance, and Gov't Regulation, 111th Cong. (2009) (written testimony of Robert Pickel, Chief Executive Officer, International Swaps and Derivatives Association).

URL: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-111hhr52397/html/CHRG-111hhr52397.htm> (дата обращения: 24.06.2016).

закрепляя обязательный централизованный клиринг в качестве одной из главных мер по сдерживанию системных рисков внебиржевого рынка деривативов, при этом исключает из сферы действия клиринговых требований именно деятельность хеджеров.

Таким образом, в США заключение внебиржевых деривативов в целях хеджирования не только не запрещено, но является распространенной практикой хозяйствующих субъектов, поощряемой законодательством, - несмотря на жесткие регулятивные ограничительные меры в отношении рынка деривативов, принятые в качестве реакции на финансовый кризис 2008 года. Законодательный опыт США, будучи наглядным и примечательным примером поиска баланса между стабильностью финансовой системой и возможностями хозяйствующих субъектов по использованию эффективных договорных конструкций в целях сокращения рисков, вместе с тем не лишен отдельных недостатков, в частности, ввиду излишнего делегирования на подзаконный уровень полномочий по регламентации некоторых ключевых категорий.

§ 2. Правовое регулирование хеджирования в Европейском союзе и национальных правовых порядках европейских государств

При анализе единого наднационального регулирования Европейского союза в контексте рассматриваемой темы основное внимание следует уделить Регламенту об инфраструктуре европейского рынка от 4 июля 2012 года (European Market Infrastructure Regulation on derivatives, central counterparties and trade repositories, далее «EMIR»)²⁸⁶, который является ключевым источником регулирования европейского рынка внебиржевых деривативов.

EMIR, устанавливая процедуры обязательного централизованного клиринга для внебиржевых деривативов, одновременно формализует важную категорию так называемых «нефинансовых контрагентов» (англ. «non-financial counterparties»). Согласно п. 9 ст. 2 EMIR, нефинансовым контрагентом признается любое лицо, не являющееся центральным контрагентом и финансовым контрагентом. Под финансовым контрагентом, в свою очередь, понимаются инвестиционная фирма, кредитный институт, страховщик, перестраховщик и некоторые другие виды компаний, перечисленные в п. 8 ст. 2 EMIR). Таким образом, нефинансовыми контрагентами является значительная часть хозяйствующих субъектов, осуществляющих деятельность в реальном секторе экономики.

По общему правилу, требования EMIR распространяются на финансовых контрагентов, а на нефинансовых - только в специально предусмотренных регламентом случаях (п. 2 ст. 1 EMIR). Преамбула EMIR в п. 29 признает, что нефинансовые контрагенты используют внебиржевые деривативы для защиты от коммерческих рисков, непосредственно связанных с их предпринимательской или казначейской деятельностью. Соответственно, при установлении применимости обязательных норм EMIR к нефинансовым контрагентам необходимо определение, во-первых, объем заключенных нефинансовым контрагентом деривативов, а во-вторых, цель заключаемых внебиржевых деривативов.

²⁸⁶ Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. OJ L 201, 27.7.2012, p. 1–59.

Требования EMIR распространяются на нефинансовых контрагентов лишь тогда, когда объем заключенных контрактов превышает императивно установленный клиринговый порог, при этом деривативы, объективно являющиеся средствами хеджирования (т.е. квалифицированные в качестве договоров, сокращающих коммерческие риски хозяйственной деятельности), не учитываются при расчете суммарного объема заключенных деривативов (ст. 10 EMIR). При определении хеджирующей цели внебиржевых деривативов, заключаемых нефинансовыми контрагентами, необходимо учитывать используемые ими общие стратегии хеджирования и уменьшения рисков - это позволяет надлежащим образом установить экономическую пригодность деривативного договора для хеджирования коммерческих рисков, проистекающих из хозяйственной и управленческой деятельности субъекта (см. п. 30 преамбулы EMIR).

Критерии, в соответствии с которыми внебиржевой дериватив квалифицируется в качестве хеджирующего контракта, т.е. объективно сокращающего риски, непосредственно связанные с предпринимательской деятельностью, должны разрабатываться Европейским агентством по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority, далее «ESMA») по итогам консультаций с Европейским советом по системным рискам (European Systemic Risk Board, далее «ESRB») (см. п. 4 ст. 10 EMIR).

В конечном итоге, данные критерии были закреплены в п. 1 ст. 10 Делегированного регламента Комиссии (ЕС) № 149/2013 от 19 декабря 2012 года²⁸⁷ (далее - «Делегированный регламент ЕС № 149/2013»), дополняющего положения EMIR. Внебиржевой дериватив признается хеджирующим в случае его соответствия одному из трех критериев:

²⁸⁷ Commission Delegated Regulation (EU) No 149/2013 of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on indirect clearing arrangements, the clearing obligation, the public register, access to a trading venue, non-financial counterparties, and risk mitigation techniques for OTC derivatives contracts not cleared by a CCP. OJ L 52, 23.2.2013, p. 11–24.

1) дериватив покрывает риски, проистекающие из потенциального изменения стоимости активов, услуг, производственных издержек, продукции, товаров или обязательств, которые нефинансовый контрагент имеет, производит, перерабатывает, поставяет, оказывает, продает или обоснованно рассчитывает это делать в будущем;

2) дериватив покрывает риски, проистекающие из потенциального косвенного влияния на стоимость активов, услуг, производственных издержек, продукции, товаров или обязательств колебаний процентных ставок, уровня инфляции, котировок зарубежных бирж или уровня кредитных рисков;

3) дериватив признан хеджирующим контрактом в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (далее «МСФО»), одобренными в соответствии со ст. 3 Регламента № 1606/2002²⁸⁸.

Освобождение нефинансовых контрагентов от необходимости прохождения обязательных клиринговых процедур и выполнения обязательных клиринговых требований, на мой взгляд, существенным образом стимулирует развитие рынка внебиржевых деривативов, значительно облегчая и упрощая их использование хозяйствующими субъектами в целях хеджирования. Это не означает, однако, игнорирование регулятором тех рисков неисполнения договорных обязательств, которые принимают на себя нефинансовые контрагенты в результате использования внебиржевых деривативов. EMIR закрепляет ряд обязательных положений, предусматривающих использование хозяйствующими субъектами специальных методик по уменьшению рисков в отношении освобожденных от централизованного клиринга деривативов.

Так, в частности, и финансовые, и нефинансовые контрагенты, заключая подобные внебиржевые деривативы, для отслеживания и управления операционными рисками и рисками неисполнения обязательств обязаны предпринимать надлежащие меры, которые должны, по меньшей мере, предполагать своевременное (в том числе с использованием электронных средств)

²⁸⁸ Regulation (EC) No 1606/2002 of the European Parliament and of the Council of 19 July 2002 on the application of international accounting standards. OJ L 243, 11.9.2002, p. 1–4.

подтверждение условий деривативов, а также формализованные процедуры, пригодные для упорядочивания портфеля заключенных сделок, управления связанными рисками, раннего выявления и разрешения договорных споров, отслеживания объема неисполненных контрагентами договорных обязательств (п. 1 ст. 11 EMIR).

Директива 2014/65/EU от 15 мая 2014 года (MiFID II, вступила в силу с 3 января 2017 года)²⁸⁹, являющаяся ключевым актом ЕС в сфере регулирования финансовых услуг, позволяет государствам-участникам исключать из-под действия Директивы любых лиц - резидентов, чья деятельность разрешается и допускается национальным законодательством государств-участников, а также соответствует определенным в Директиве критериям. Так, в частности, могут быть исключены те дочерние компании определенных субъектов предпринимательской деятельности (например, некоторых энергетических компаний), которые оказывают инвестиционные услуги исключительно в целях хеджирования коммерческих рисков материнской компании (см. подп. «d», подп. «e» п. 1 ст. 3 Директивы).

Согласно ст. 60 датского Закона об инвестиционных объединениях (Investment Associations etc. Act)²⁹⁰ работникам таких объединений, нанятым по требованию законодательства или по уставу компании, а также работникам, которые имеют конфликт между своими интересами и интересами объединения, разрешается заключать деривативы только в целях хеджирования. Аналогичная норма закреплена в п. 1 ст. 12b Закона о торговле ценными бумагами (Securities Trading Act etc.²⁹¹) в отношении работников клиринговых организации и центральных депозитариев, а также в п. 1 ст. 71 Закона о финансовом

²⁸⁹ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. OJ L 173, 12.6.2014, p. 349–496.

²⁹⁰ Consolidating Act no. 1051 of 25 August 2015.

URL: <https://www.finanstilsynet.dk/~media/Lovgivning/Oversat-lovgivning/Acts/1051-Lovbkg-LIF-UK-160915.pdf?la=en> Дата обращения: 12.08.2017.

²⁹¹ Consolidating Act no. 855 of 17 August 2012. URL: https://finanstilsynet.dk/~media/Lovgivning/Oversat%20lovgivning/Acts/C_Act855_2012%20pdf.pdf?la=en Дата обращения: 12.08.2017.

предпринимательстве (Financial Business Act²⁹²). Более того, Финансовое надзорное управление Дании также может устанавливать правила хеджирования, осуществляемого клиринговыми организациями и центральными депозитариями (п. 2 ст. 15 Закона о торговле ценными бумагами). Стоит отметить, что в соответствии с датским законодательством страховые компании обязаны хеджировать некоторые виды рисков (см. п. 6 ст. 31 Закона о финансовом предпринимательстве).

Согласно положениям кипрского законодательства, те компании, которые заключают деривативы исключительно в целях хеджирования, выведены из-под действия основополагающего закона, регулирующего финансовые рынки (подп. «f» п. 2 ст. 3 Закона об инвестиционных услугах, инвестиционной деятельности и функционировании регулируемых рынков²⁹³).

Согласно ст. 17 швейцарского Закона об опосредованно удерживаемых ценных бумагах (Federal Intermediated Securities Act²⁹⁴), в случае принудительной ликвидации банка-кастодиана (депозитарного банка - хранителя ценных бумаг) ликвидатор исключает из состава его имущества, наряду с, например, документарными ценными бумагами и бездокументарными ценными бумагами из основного реестра, в том числе права требования по получению опосредованно удерживаемых ценных бумаг от третьих лиц, проистекающие из хеджирующих сделок. Таким образом, законодатель устанавливает особый характер подобных имущественных прав, включая их в состав того имущества, которое не распределяется между кредиторами в результате ликвидации, а направляется в

²⁹² Consolidating Act no. 885 of 8 December 2011. URL: https://www.finanstilsynet.dk/~media/Lovgivning/Oversat-lovgivning/Acts/CAct885_2011-pdf.pdf?la=en Дата обращения: 12.08.2017.

²⁹³ Law 144(I)-2007 which provides for the provision of investment services, the exercise of investment activities, the operation of regulated markets. 26 October 2007. URL: <http://www.cysec.gov.cy/CMSPages/GetFile.aspx?guid=60f8cf0b-08ba-4f4c-8208-1b50cda64d9f>. Дата обращения: 12.08.2017.

²⁹⁴ Federal Act on Intermediated Securities of 3 October 2008. URL: <https://www.admin.ch/opc/en/classified-compilation/20061735/index.html>. Дата обращения: 12.08.2017.

другой банк-кастодиан по указанию владельца счета или самому владельцу счета в форме документарной ценной бумаги.

Само определение хеджирования закреплено в Швейцарии в ст. 87 Ордонанса об инфраструктуре финансового рынка (Financial Market Infrastructure Ordinance²⁹⁵). Примечательно, что это определение, в целом восприняв вышеуказанное понимание хеджирования, предложенное в Делегированном регламенте Комиссии (ЕС) № 149/2013, при этом весьма существенно его расширяет. Согласно п. «d» ст. 87, дериватив предназначен для сокращения рисков в том случае, если он заключен в качестве фиксированной хеджирующей сделки в рамках общего управления предпринимательскими рисками (т.е. в рамках так называемого «портфельного» хеджирования или макрохеджирования) или же заключен в соответствии с методом приближения (англ. «approximation method») в качестве так называемого «прокси-хеджирования» (англ. «proxy hedging»), с учетом признанных международных стандартов. Стоит отметить, что попытка формализации понятий «портфельное» хеджирование (или макрохеджирование) и «прокси-хеджирование» осуществлена в настоящее время ESMA в рамках работы по стандартизации регулирования рынка товарных деривативов²⁹⁶.

Макрохеджирование предполагает, по мнению ESMA, использование нефинансовыми организациями (нефинансовыми контрагентами) методик риск-менеджмента для уменьшения общих рисков, проистекающих из предпринимательской деятельности этих организаций или их аффилированных лиц, в том числе риски, связанные с различными географическими регионами, различными продуктами, временными горизонтами или организациями. Портфельное хеджирование или макрохеджирование не подразумевает наличие

²⁹⁵ Ordinance on Financial Market Infrastructures and Market Conduct in Securities and Derivatives Trading of 25 November 2015. URL: <https://www.admin.ch/opc/en/classified-compilation/20152105/index.html>. Дата обращения: 12.08.2017.

²⁹⁶ ESMA's Opinion (Annex), Amended draft Regulatory Technical Standards on the methodology for the calculation and the application of position limits for commodity derivatives traded on trading venues and economically equivalent OTC contracts, 2 May 2016, ESMA/2016/668, Recital 8. URL: <https://www.esma.europa.eu/file/18191/download?token=PaOQ34f5>. Дата обращения: 05.09.2016.

непосредственно взаимосвязанных конкретного хеджирующего контракта и конкретного предпринимательского риска, уменьшение которого предполагается в результате заключения этого контракта. Прокси-хеджирование, в свою очередь, предполагает ситуацию, когда нефинансовые организации используют для хеджирования конкретного предпринимательского риска неэквивалентный товарный дериватив (т.е., например, дериватив, базисный актив которого не идентичен предмету хеджируемого договора на рынке реального товара).

В данных видах хеджирования особое внимание следует уделять чёткой дифференциации контрактов в локальных стратегиях и политиках риск-менеджмента, принимаемых в нефинансовых организации, для надлежащей идентификации спекулятивных элементов в общем портфолио заключаемых сделок и их последующего учета при расчете лимитов: ESMA специально подчеркивает то, что сам факт принадлежности договора к системе сделок в рамках общей политики риск-менеджмента ещё не свидетельствует о его хеджирующем характере. Таким образом, швейцарское законодательство, восприняв положения современного регулирования Европейского союза, закрепило весьма широкое определение хеджирования, не ограничивающееся стандартной прямой связью между договором на реальном рынке с проистекающим из него предпринимательским риском и заключенным хеджирующими деривативом, базисный актив которого соответствует предмету договора на реальном рынке.

Проведенный анализ позволяет сделать вывод об использовании в законодательстве Европейского союза и некоторых национальных правовых порядков европейских государств основных форм и способов регулирования хеджирования, аналогичных тем, которые ранее в настоящей работе были выявлены и в США: в частности, закрепляется определение хеджирующего деривативного договора, устанавливается целый ряд преференций для тех хозяйствующих субъектов, которые осуществляют хеджирование.

§ 3. Зарубежный опыт правового регулирования хеджирования: основные выводы

Представляется, что анализ актуального правового регулирования хеджирования в США и европейских государствах позволяет сделать ряд общих замечаний как в отношении основных направлений возможной правовой политики государства, так и в части способов её реализации в виде конкретных регулятивных мер.

Одним из ключевых выводов надлежит считать весьма яркое и наглядное проявление в зарубежном опыте правового регулирования выделенного и проанализированного в первой главе настоящей работы «структурно-функционального» («синтетического») подхода, рассматривающего хеджирование в качестве объекта регулирования с учетом функционального разделения рынка деривативов. Правовое регулирование хеджирования в рассмотренных правовых порядках - есть результат нахождения баланса между ограничением, сдерживанием спекулятивной составляющей рынка производных финансовых инструментов и стимулированием, поощрением заключения деривативных договоров в целях хеджирования.

Можно констатировать, что понимание законодателем особого значения хеджирования для хозяйственной деятельности (прежде всего, в реальном секторе экономики) выражается, в конечном итоге, в двух базовых направлениях регулирования:

- 1) общей формализации понятия хеджирования, которую можно назвать «общим направлением» регулирования;
- 2) стимулировании и поощрении хеджирования, которые, в свою очередь, можно именовать «стимулирующим направлением» регулирования.

Второе направление особенно наглядно проявляется в регулировании рынка внебиржевых деривативов, создающем достаточные условия для развития и распространения эффективного хеджирования внебиржевыми производными финансовыми инструментами среди хозяйствующих субъектов.

Проведенный анализ зарубежного опыта позволяет очертить основные характеристики общей модели, используемой при нормативной формализации понятия хеджирования:

1) закрепление понятия хеджирования в нормативных актах, регулирующих рынок деривативов и (или) биржевую торговлю, посредством частноправовых норм (Закон о товарных биржах США, EMIR и делегированные регламенты Европейского союза);

2) понятие хеджирования раскрывается через дефиницию хеджирующего деривативного договора («сделки в целях добросовестного хеджирования» в Законе о товарных биржах, «деривативный договор, объективно сокращающий риски» в Делегированном регламенте ЕС № 149/2013).

Необходимо также отметить, что в рассмотренных вариантах правового регулирования хеджирования в зарубежных правовых порядках находят своё нормативное воплощение два квалифицирующих признака хеджирования, а именно:

1) направленность на сокращение рисков, обусловленных изменением цен и (или) иных вероятностных показателей²⁹⁷;

2) взаимосвязь между хеджирующим деривативным договором и хеджируемой сделкой, заключенной в рамках хозяйственной деятельности хеджера (как правило, вне финансовых рынков)²⁹⁸.

При этом совокупность конкретных форм и способов регулирования, используемых для реализации вышеуказанных базовых направлений, в наиболее общем виде можно разделить на три основные группы норм, закрепленных в законах и подзаконных актах, регулирующих биржевую торговлю и рынок деривативов:

1) нормы, раскрывающие общее понятие хеджирования и (или) устанавливающие его квалифицирующие признаки;

²⁹⁷ Commodity Exchange Act § 6a(c)(2)(A)(i, iii); подп. «а», «b» п. 1 ст. 10 Делегированного регламента ЕС № 149/2013.

²⁹⁸ Commodity Exchange Act § 6a(c)(2)(A)(i, iii), подп. «а» п. 1 ст. 10 Делегированного регламента ЕС № 149/2013.

2) специальные нормы-преференции, освобождающие хеджеров от действия общих обязательных правил императивного характера и (или) устанавливающие особый льготный режим заключения хеджирующих сделок;

3) нормы, предусматривающие меры по стимулированию хеджирования как особой экономической деятельности хозяйствующих субъектов (упрощение доступа к правовым средствам хеджирования (биржевым и внебиржевым деривативам), поддержка деятельности бирж и иных организаторов торгового оборота по созданию благоприятных условий для хеджирования, информационное обеспечение и популяризация и др.).

ГЛАВА 3. Проблемы и перспективы правового регулирования хеджирования в России

§ 1. Общая характеристика правового регулирования хеджирования в России

Анализ теоретических подходов к понятию хеджирования, проведенный в настоящей работе, позволил сделать вывод о крайней фрагментарности российской правовой доктрины, посвященной данной теме. Правовую доктрину, между тем, традиционно определяют в качестве системы знаний, теорий, идей о праве и правовых явлениях²⁹⁹. Очевидно, что недостаточная разработанность доктрины может быть связана в том числе со скудностью и ограниченностью той части позитивного права, которая составляет объект доктринальных исследований. Представляется, что российская правовая система в контексте темы настоящей работы являет собой наглядную иллюстрацию данной взаимосвязи.

Можно констатировать, что действующее правовое регулирование хеджирования в России сводится к двум весьма специальным и узким направлениям: 1) регулирование в целях налогообложения и 2) регулирование в целях осуществления бухгалтерского учета. Однако в рамках настоящей работы данный регулятивный опыт будет рассматриваться не с точки зрения налогового права и правовых основ бухгалтерского учета, а с позиции перспектив общего правового регулирования хеджирования как особого вида экономической деятельности, имеющей важное значение для всего гражданского оборота и подлежащей регламентации в рамках, прежде всего, частноправового регулирования.

Отношения, связанные с хеджированием, регулируются статьей 301 части 2 Налогового кодекса Российской Федерации³⁰⁰ (далее - «НК РФ») в рамках налогообложения срочных сделок, т.е. правовых средств хеджирования. Следует отметить, что в НК РФ законодатель пытается формализовать и раскрыть

²⁹⁹ Васильев А.А. Правовая доктрина как источник права: историко-теоретические вопросы. Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.01. Барнаул. 2007. С. 19-20.

³⁰⁰ Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 05.08.2000 N 117-ФЗ // СЗ РФ, 07.08.2000, N 32, ст. 3340.

основные категории хеджирования, зафиксировать его квалифицирующие признаки, т.е., по сути, предлагает общую модель регулирования данных отношений. Для этих целей налоговое законодательство закрепляет две основные категории: 1) операции хеджирования и 2) объекты хеджирования. Используя для квалификации эти две категории, лицо для подтверждения обоснованности отнесения операции с производными финансовыми инструментами к операции хеджирования должно составить на дату заключения данных сделок (первой из сделок - при заключении нескольких сделок в рамках одной операции хеджирования) по операции хеджирования справку, подтверждающую, что исходя из прогнозов налогоплательщика совершение данной операции (совокупности операций) позволяет уменьшить неблагоприятные последствия, связанные с изменением цены (в том числе рыночной котировки, курса) или иного показателя объекта хеджирования (абз. 4 п. 5 ст. 301 НК РФ).

Согласно абз. 1 п. 5 ст. 301 НК РФ под операциями хеджирования понимаются операции (совокупность операций) с производными финансовыми инструментами (в том числе разных видов), совершаемые в целях уменьшения (компенсации) неблагоприятных для налогоплательщика последствий (полностью или частично), обусловленных возникновением убытка, недополучением прибыли, уменьшением выручки, уменьшением рыночной стоимости имущества, включая имущественные права (права требования), увеличением обязательств налогоплательщика вследствие изменения цены, процентной ставки, валютного курса, в том числе курса иностранной валюты к валюте Российской Федерации, или иного показателя (совокупности показателей) объекта (объектов) хеджирования.

Данное определение обращает на себя внимание двумя ключевыми моментами: 1) использование категории «операция» вместо терминов «сделка» или «договор», 2) раскрытие «операций хеджирования» не напрямую через производные финансовые инструменты, а через, опять же, понятие «операции с производными финансовыми инструментами».

Несмотря на то, что законодатель в НК РФ чрезвычайно часто использует термин «операция», это понятие в кодексе никак не раскрывается, что справедливо отмечается в научной литературе³⁰¹. Вместе с тем, определение операции встречается и в нормативных актах, и в правовой доктрине. Так, в Федеральном законе от 07.08.2001 N 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма»³⁰² используется понятие «операции с денежными средствами или иным имуществом», под которыми понимаются действия физических и юридических лиц с денежными средствами или иным имуществом независимо от формы и способа их осуществления, направленные на установление, изменение или прекращение связанных с ними гражданских прав и обязанностей (абз. 3 ст. 3). Несложно заметить, что это определение практически полностью идентично общему определению сделки, закрепленному в ст. 153 ГК РФ³⁰³. Модельный закон СНГ о противодействии легализации («отмыванию») доходов, полученных незаконным путем³⁰⁴, также закрепляет максимально широкое понятие операции через категорию сделки, а именно: «операции - сделки и другие действия граждан или юридических лиц с финансовыми средствами независимо от формы и способа их осуществления, связанные с переходом права собственности и иных прав, включая операции, связанные с использованием финансовых средств в качестве средства платежа». Вместе с тем, некоторые правоведы подчеркивают то, что операция может расчленяться на составляющие её действия, представляя собой

³⁰¹ Костякова Е.А. Финансовые инструменты в налоговом праве. Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.04. Москва. 2015. С. 10.

³⁰² Федеральный закон от 07.08.2001 № 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма» // СЗ РФ, 13.08.2001, № 33 (часть I), ст. 3418.

³⁰³ Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 N 51-ФЗ // СЗ РФ, 05.12.1994, N 32, ст. 3301.

³⁰⁴ «Модельный закон о противодействии легализации («отмыванию») доходов, полученных незаконным путем» (Принят в г. Санкт-Петербурге 08.12.1998 Постановлением 12-8 на 12-ом пленарном заседании Межпарламентской Ассамблеи государств-участников СНГ) // Информационный бюллетень. Межпарламентская Ассамблея государств-участников Содружества Независимых Государств. 1999. N 20. С. 112 - 129.

систему, объединенную единой операционной целью³⁰⁵. Е.А. Костякова, в свою очередь, для целей налогообложения предлагает следующее определение операции: «юридический факт, с которым Налоговый кодекс связывает возникновение у налогоплательщика обязанности по отражению этого факта в налоговом учете и является основанием для изменения налоговой базы соответствующего налога»³⁰⁶.

Таким образом, с учетом отсутствия законодательного определения в НК РФ, в рамках формулировки «операции хеджирования» возможные варианты интерпретации «операции» могут быть сведены к 1) сделке, 2) системе действий, 3) юридическому факту. Представляется, что все три указанные трактовки не являются адекватными с точки зрения юридической техники и понятия хеджирования, что свидетельствует о некорректности избранной законодателем конструкции. Так, в случае полного отождествления «операции» понятию сделки формулировка «операции хеджирования» теряет свой смысл с точки зрения юридической техники, поскольку предполагает включение в конструкцию правовой нормы неопределенной категории, которую можно было бы с успехом заменить на категорию сделки, раскрытую в гражданском законодательстве. В свою очередь, широкая интерпретация «операции» в качестве системы действий или юридического факта (т.е. охватывающая собой не только сделки) существенно противоречит рассмотренному ранее в настоящей работе понятию хеджирования как непредпринимательской экономической деятельности, осуществляемой правовыми средствами исключительно в виде деривативных сделок (согласно «инструментальному» подходу). Очевидно, что подобное широкое толкование «операций хеджирования», во-первых, неоправданно размывает самое понятие хеджирования с точки зрения инструментального подхода, а во-вторых, в значительной мере не соответствует и «целевому» подходу, согласно которому хеджирование является экономической целью

³⁰⁵ Пугинский Б.И., Сафиуллин Д.Н. Правовая экономика: проблемы становления. М.: Юрид. лит., 1991. С. 39-44.

³⁰⁶ Костякова Е.А. Указ. соч. С. 10.

исключительно сделок, но не любых действий или любых юридических фактов в целом. В связи с этим представляется намного более удачным рассмотренный выше подход американского Закона о товарных биржах, который при закреплении признаков добросовестного хеджирования основывается на категориях «сделка» и (или) «позиция», под которой также понимается обязательство или совокупность обязательств из одной или нескольких биржевых сделок³⁰⁷.

Использование российским законодателем термина «операция» в рамках регулирования хеджирования вызывает серьезные вопросы и в контексте формулирования дефиниции «операций хеджирования». Норма п. 5 ст. 301 НК РФ не разрешает проблему неопределенности термина «операция», не раскрывая его напрямую через понятие деривативного договора (производного финансового инструмента). Вместо этого НК РФ определяет «операции хеджирования» в качестве «операций с производными финансовыми инструментами». Во-первых, сам факт определения какого-либо понятия (при отсутствии его легальной дефиниции) через само это понятие свидетельствует о наличии очевидной логической «ошибки круга», что совершенно недопустимо в тексте нормативного акта³⁰⁸. Во-вторых, НК РФ оперирует термином «производный финансовый инструмент» в его общем значении, закреплённом в рамках не налогового, а частноправового регулирования: согласно п. 1 ст. 301 НК РФ производным финансовым инструментом признается договор, отвечающий требованиям Закона о рынке ценных бумаг; перечень видов производных финансовых инструментов³⁰⁹ (в том числе форвардные, фьючерсные, опционные контракты, своп-контракты) устанавливается Центральным банком Российской Федерации в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг»³¹⁰.

³⁰⁷ Commodity Exchange Act § 6a(c)(2). Подробнее см. выше.

³⁰⁸ См. подробнее о такого рода ошибках: *Ивлев Ю.В.* Логика для юристов: Учеб. для вузов. М.: Дело. 2000. С. 162.

³⁰⁹ Указание Банка России от 16.02.2015 № 3565-У «О видах производных финансовых инструментов» // Вестник Банка России, № 28, 31.03.2015.

³¹⁰ Стоит отметить, что ещё недавно прежняя редакция НК РФ в тексте статьи 301 использовала другой термин, «финансовый инструмент срочных сделок», что полностью не соответствовало

В соответствии со ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг производный финансовый инструмент - договор, за исключением договора репо, предусматривающий одну или несколько из следующих обязанностей: 1) обязанность сторон или стороны договора периодически или единовременно уплачивать денежные суммы, в том числе в случае предъявления требований другой стороной, в зависимости от изменения параметров базисного актива; 2) обязанность сторон или стороны на условиях, определенных при заключении договора, в случае предъявления требования другой стороной купить или продать ценные бумаги, валюту или товар либо заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом; 3) обязанность одной стороны передать ценные бумаги, валюту или товар в собственность другой стороне не ранее третьего дня после дня заключения договора, обязанность другой стороны принять и оплатить указанное имущество и указание на то, что такой договор является производным финансовым инструментом. Тем самым Закон о рынке ценных бумаг закрепляет понятие производного финансового инструмента как деривативного договора, поэтому буквальное толкование формулировки п. 5 ст. 301 НК РФ «операции с производными финансовыми инструментами» предполагает некие «операции с договорами». Очевидно, что любая из трех рассмотренных выше интерпретаций термина «операция» не позволяет считать корректной предлагаемую законодателем дефиницию: хеджирование в юридическом смысле «инструментального» подхода не предполагает и не может предполагать ни абсурдные «сделки с деривативными договорами», ни иные юридические факты в отношении деривативов, поскольку хеджирование осуществляется непосредственно самими деривативными договорами (производными финансовыми инструментами).

понятийному аппарату законодательства об организованных торгах и рынке ценных бумаг, и только в 2016 году данное несоответствие было устранено: см. Федеральный закон от 03.07.2016 № 242-ФЗ «О внесении изменений в статью 105.15 части первой и часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» // СЗ РФ, 04.07.2016, № 27 (Часть I), ст. 4175.

Вышеизложенное, на мой взгляд, позволяет сделать вывод о том, что выбор категории «операция» в качестве основы законодательной дефиниции - принципиальная базовая ошибка, которая делает понятие хеджирования в НК РФ не вполне приемлемым ни для целей налогообложения (в рамках налогообложения хеджирующих срочных сделок, но не «операций»), ни, тем более, для использования в качестве универсального нормативного определения хеджирования в рамках частноправового регулирования. Намного более уместным и оптимальным представляется регулятивный опыт США и Европейского союза, который предполагает закрепление в законодательстве о биржевой торговле и рынке деривативов понятия хеджирования через категорию хеджирующих сделок (деривативов), т.е. сделок, имеющих хеджирующую цель и соответствующих определенным в законе критериям³¹¹.

НК РФ вносит ещё большую путаницу, единожды используя в рамках порядка ведения налогового учета по срочным сделкам при применении метода начисления в п. 22 ст. 326 понятие «инструмента хеджирования» как «производного финансового инструмента, обращающегося на организованном рынке и совершенного в целях хеджирования». С одной стороны, данное понятие устраняет спорную категорию «операции», будучи определенным непосредственно через производные финансовые инструменты, с другой стороны, совершенно неясно, каким образом «инструмент хеджирования», относящийся исключительно к организованной торговле, соотносится с более общим понятием «операции хеджирования», закрепленным в абз. 1 п. 5 ст. 301 НК РФ. Можно сделать вывод о том, что законодатель, необоснованно размножив понятия - различным образом определенные и некорректно пересекающиеся - значительно снизил эффективность и без того спорной конструкции «операции хеджирования», составляющей первую основную категорию современного правового регулирования хеджирования в России.

³¹¹ Commodity Exchange Act § 6a(c)(2); п. 1 ст. 10 Делегированного регламента ЕС № 149/2013. Подробнее см. выше.

«Объект хеджирования» - это вторая основная категория, которая, согласно абз. 2 п. 5 ст. 301 НК РФ, представляет собой имущество, имущественные права налогоплательщика, его обязательства, в том числе права требования и обязанности, носящие денежный характер, срок исполнения которых на дату совершения операции хеджирования не наступил, включая права требования и обязанности, осуществление (исполнение) которых обусловлено предъявлением требования стороны по договору и в отношении которых налогоплательщик принял решение о хеджировании. Между тем, как уже отмечалось ранее в настоящей работе в рамках исследования теоретических подходов к понятию хеджирования, если объектом страхования является страховой интерес³¹², то объектом хеджирования следует считать имущественные интересы, непосредственно связанные с устранением рисков таких колебаний цен (или иных показателей базисных активов), которые могут повлечь за собой имущественные потери для хеджера. Данное понятие объекта хеджирования вполне согласуется с общенаучным и общеправовым пониманием объекта («то, на что направлена активность субъекта³¹³») - в отличие от законодательного определения, которое сосредоточено на уже имеющихся у субъекта имуществе, имущественных правах и обязанностях, характеризующихся теми параметрами (показателями), изменения которых может повлечь негативные имущественные последствия для хеджера. Очевидно, что активность субъекта хеджирования как деятельности по устранению (сокращению) рисков направлена не на принадлежащее ему имущество, а на сами хеджируемые риски. В ином случае формальное и неточное понимание объекта хеджирования как имущества, имущественных прав и обязанностей, в отношении которых принято решение о хеджировании, ничем не отличает его от аналогичных «объектов» (в аналогичной интерпретации) многих других видов экономической деятельности (торговой, страховой и др.), имеющих

³¹² О страховом интересе как объекте страхования см. подробнее: *Фогельсон Ю.Б.* Комментарий к страховому законодательству. М.: Юристъ, 2000. С. 22; *Белых С.В., Кривошеев И.В., Митричев И.А.* Страхование. М.: Норма, 2009. С. 127-128.

³¹³ См. общее понятие объекта: *Энциклопедия эпистемологии и философии науки*. М.: «Канон+» РООИ «Реабилитация». 2009. С. 642-643.

непосредственное отношение к имуществу. В связи с этим какая-либо специфика «объекта хеджирования» в его современном законодательном понимании проявляется лишь во взаимосвязи с другой базовой категорией «операции хеджирования», что в значительной степени лишает смысла существование самостоятельной категории «объекта» с точки зрения регулирования.

Попытка закрепления в НК РФ понятия объекта хеджирования вызывает ряд серьезных вопросов не только с концептуальной, но и с содержательной точки зрения. Во-первых, данное определение ограничивается исключительно уже наличествующими у субъекта на момент хеджирования имуществом, имущественными правами и обязанностями. Предусмотренное нормой уточнение о том, что объектом хеджирования являются в том числе денежные права требования и обязанности, срок исполнения которых ещё не наступил, не охватывает, разумеется, будущие обязательства хеджера по будущим сделкам и даже подчеркивает безусловную необходимость их наличия уже при принятии решения о хеджировании. Таким образом, законодатель полностью игнорирует хеджирование будущих сделок («антиципированное хеджирование»)³¹⁴, которое может быть направлено на устранение 1) рисков неблагоприятного изменения цен на то имущество, приобретение которого только лишь планируется в будущем, 2) рисков неблагоприятных колебаний цен или иных параметров, влияющих на величину будущих обязательств, которые на момент осуществления хеджирования ещё отсутствуют у лица. В связи с этим, очевидно, безосновательно выводятся за пределы правового регулирования значительное количество вариантов хеджирования, рассмотренных ранее в настоящей работе: так, например, с правовой точки зрения не будет являться хеджером авиаперевозчик, который, заключая в июне хеджирующий деривативный договор, хочет устранить риски повышения цен на авиационное топливо, проистекающие из будущего договора поставки, заключение которого планируется в ноябре.

Следует отметить, что и американский Закон о товарных биржах, и нормативные акты Европейского союза не допускают подобную неточность при

³¹⁴ О видах хеджирования см. выше.

определении хеджирования. Напротив, Закон о товарных биржах, во-первых, в качестве одного из основных обязательных требований к хеджирующей сделке закрепляет то, что она должна служить своего рода заменой (субститутотом) именно будущей сделки хозяйствующего субъекта³¹⁵, а во-вторых, прямо предусматривает то, что хеджироваться могут риски в связи с изменением параметров (показателей) в том числе ожидаемых в будущем активов, услуг, долговых обязательств и др.³¹⁶ Регламент Европейского союза закрепляет аналогичную норму в отношении изменения стоимости активов, услуг, производственных издержек, продукции, товаров или обязательств, которые в будущем хеджер обоснованно рассчитывает иметь, производить, перерабатывать, поставлять, оказывать, продавать³¹⁷.

Представляется, что ещё одним содержательным недостатком понятия объекта хеджирования в НК РФ является отсутствие указания на какую-либо взаимосвязь между хеджированием и хозяйственной деятельностью хеджера, которой присущи подлежащие хеджированию риски, её особенностями. Определение объекта хеджирования как «имущества, имущественных прав, обязанностей, в отношении которых принято решение о хеджировании» максимально обезличивает хеджеров и разрывает обязательную связь между хеджирующими деривативными договорами и хеджируемыми сделками, заключаемыми хеджером в рамках осуществления хозяйственной и, прежде всего, предпринимательской деятельности. Между тем, как уже было показано ранее в настоящей работе, данная связь лежит в основе традиционного понимания хеджирования с точки зрения «инструментального» подхода. Эта же связь предопределяет значение хеджирования для экономики, особенно для её реального сектора³¹⁸, представляя хеджирование в качестве особой

³¹⁵ Commodity Exchange Act § 6a(c)(2)(A)(i).

³¹⁶ Commodity Exchange Act § 6a(c)(2)(A)(iii).

³¹⁷ Подп. «а» п. 1 ст. 10 Делегированного регламента ЕС № 149/2013.

³¹⁸ О рисках субъектов реального сектора экономики и их значении см.: *Санникова И.Н., Рудакова Т.А., Татарникова Э.В.* Риски реального сектора экономики в контексте региональной экономической безопасности // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. № 20(305). 2015. С. 2-13.

экономической деятельности, вспомогательной по отношению к предпринимательской деятельности хозяйствующего субъекта и тесно с ней связанной.

Полное отсутствие нормативного закрепления такого квалифицирующего признака хеджирования, как связь между хеджем (хеджирующими сделками) и обычной хозяйственной деятельностью, выражающейся в хеджируемых сделках, допускает признание хеджированием заключение деривативных договоров страховой компанией для устранения курсовых рисков по её валютным денежным запасам, хранящимся в банке, или же религиозной организацией для устранения рисков снижения стоимости золота и обесценивания её ювелирного фонда. Данные ситуации, на мой взгляд, являются примерами не хеджирования, а спекуляции посредством деривативов в целях защиты от возможных неблагоприятных последствий, связанных с принадлежащим лицу имуществом, однако совершенно не связанных с его основной хозяйственной деятельностью. Необходимо в связи с этим отличать хеджирование от, например, диверсификации предпринимательской деятельности, когда хозяйствующий субъект пытается прибылью от биржевой спекуляции компенсировать убытки от других видов деятельности, либо от простой спекуляции, которая может не сопровождаться никакой иной деятельностью субъекта, но прибыль от которой может покрывать уменьшение стоимости принадлежащего ему имущества, связанное с неблагоприятными колебаниями курса валют или цен на имущество. При этом в обоих указанных случаях отсутствие какой-либо корреляции между хеджирующим договором и хеджируемыми рисками не приводит однозначно к «игре с нулевой суммой» (полной взаимной компенсации доходов и убытков), которая, как уже отмечалось выше в рамках исследования теоретических подходов, является важным отличительным признаком хеджирования.

Правовое регулирование хеджирования в Европейском союзе, между тем, характеризуется двумя важными положениями:

1) хеджерами являются только нефинансовые контрагенты³¹⁹ (лица, не являющиеся участниками финансовых рынков (банками, страховыми организациями, инвестиционными фирмами и др.), т.е., прежде всего, субъекты реального сектора экономики),

2) один из трех квалифицирующих критериев хеджирующих деривативов хотя и не устанавливает прямую и обязательную связь между хеджем и хозяйственной деятельностью хеджера, однако косвенно указывает на нее путем перечисления возможных видов деятельности, риски которой подлежат хеджированию (производство, переработка, поставка, оказание услуг и др.)³²⁰.

Представляется, что если наличие связи между хеджирующими деривативами и хеджируемыми сделками «легитимирует» хеджирование с точки зрения теоретических подходов, то признание хеджерами только нефинансовых контрагентов - есть немаловажное проявление правовой политики³²¹: именно в хеджировании воплощается значение и возможности финансовых рынков (прежде всего, рынка деривативов) для тех хозяйствующих субъектов, чья основная деятельность осуществляется в других сферах экономики, поэтому нецелесообразно наделять особыми правами хеджеров те финансовые организации, которые уже и так используют этот рынок деривативов в целях спекуляции, являющейся частью их основной предпринимательской деятельности. Нормативное закрепление за профессиональными финансовыми спекулянтами преференций при осуществлении такого сокращения рисков, которое не предполагает взаимодействия рынка реального товара и рынка деривативов и устраняет не риски реального сектора экономики, а спекулятивные риски, - можно рассматривать в качестве средства стимулирования спекуляции (в особенности, в биржевой торговле), что, очевидно, не может являться

³¹⁹ См. понятие нефинансового контрагента: п. 9 ст. 2 EMIR.

³²⁰ Подп. «а» п. 1 ст. 10 Делегированного регламента ЕС № 149/2013.

³²¹ О понятии и значении правовой политики см.: *Покровский И.А.* Указ. соч. С. 74, 87 *Матузов Н.И.* Понятие и основные приоритеты российской правовой политики // *Правоведение.* № 4. 1997. С. 6-17.

приоритетной мерой правового регулирования национальной финансовой системы.

В свою очередь, нормы американского Закона о товарных биржах императивно закрепляют вышеуказанную связь хеджирующих (финансовый рынок деривативов) и хеджируемых (рынок реального товара) договоров в качестве квалифицирующего признака добросовестного хеджирования: хеджирующему деривативу всегда должна соответствовать будущая сделка хозяйствующего субъекта на рынке реального товара, риски из которой намеревается устранить хеджер³²². И хотя законодательство США прямо не исключает финансовые организации из числа субъектов добросовестного хеджирования, можно констатировать, во-первых, перечисление законодателем видов хозяйственной деятельности хеджеров (торговля, оказание услуг, производство, переработка)³²³, во-вторых, конкретизацию возможных видов хеджирующих сделок на подзаконном уровне, среди которых в рамках базового принципа соответствия друг другу предметов хеджирующего и хеджируемого договоров, их субъектного состава CFTC, прежде всего, указывает деривативы о продаже базисного актива, заключенные его покупателем на реальном рынке или его производителем, и деривативы о покупке базисного актива, заключенные его продавцом на реальном рынке или его потребителем в рамках хозяйственной деятельности³²⁴. В совокупности вышеуказанные черты американского правового регулирования позволяют сделать вывод о его соответствии в целом и теоретическому понятию хеджирования, и необходимости разграничения хеджирования и спекуляции.

Можно констатировать, таким образом, два возможных базовых положения правового регулирования отношений хеджирования: 1) хеджер, по общему правилу, не является финансовой организацией, 2) хеджирующему договору на финансовом рынке (биржевом или внебиржевом) должен соответствовать

³²² Commodity Exchange Act § 6a(c)(2)(A)(i).

³²³ Commodity Exchange Act § 6a(c)(2)(A)(iii).

³²⁴ CFR Title 17 Chapter I Part 1 § 1.3(z)(2)(i-ii).

хеджируемый договор на рынке реального товара. Безусловно, в рассмотренных зарубежных правовых порядках так или иначе находят свое отражение одновременно оба этих положения, хотя и в разной степени.

Исходя из анализа понятия объекта хеджирования в НК РФ, можно утверждать, что российское правовое регулирование, напротив, полностью игнорирует оба этих положения. Более того, абз. 2 п. 5 ст. 301 НК РФ подчеркнуто отказывается от необходимости корреляции хеджа и хеджируемого договора, предусматривая то, что базисные активы производных финансовых инструментов, которые используются для операции хеджирования, могут отличаться от объекта хеджирования. Попытка внедрения и формализации законодателем в НК РФ категории «объект хеджирования», таким образом, парадоксально характеризуется двумя противоположными друг другу недостатками: с одной стороны, устанавливается необоснованное ограничение хеджирования ввиду, по сути, исключения «антиципированного хеджирования» (хеджирования рисков по будущим обязательствам), с другой стороны, закрепляется неадекватно широкая интерпретация хеджирования, которая не ограничивается ни обязательной связью рынка деривативов и рынка реального товара, ни особенностями субъектного состава, что, в конечном итоге, размывает саму сущность понятия хеджирования.

Необходимо отметить, что категория «объект хеджирования» (равно как и «операции хеджирования») изначально присутствовала в первоначальной редакции ст. 301 НК РФ и, что весьма показательно, именно в своей первоначальной редакции была лишена части отмеченных выше содержательных недостатков, все из которых, однако, появились в поправках, внесенных в п. 5 ст. 301 НК РФ в 2009 году³²⁵. В первоначальной редакции п. 5 ст. 301 НК РФ под объектом хеджирования понимались «активы и (или) обязательства, а также потоки денежных средств, связанные с указанными активами и (или)

³²⁵ Федеральный закон от 25.11.2009 № 281-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее - «ФЗ № 281-ФЗ») // СЗ РФ, 30.11.2009, № 48, ст. 5731.

обязательствами или *с ожидаемыми сделками*» (абз. 1 п. 5 ст. 301 НК), а для «подтверждения обоснованности отнесения операций с финансовыми инструментами срочных сделок к операциям хеджирования» хеджер должен был представить расчет, «подтверждающий, что совершение данных операций приводит к снижению размера возможных убытков (недополучения прибыли) *по сделкам с объектом хеджирования*» (абз. 2 п. 5 ст. 301 НК РФ). Таким образом, первоначальная редакция п. 5 ст. 301 НК РФ, во-первых, прямо закрепляла возможность осуществления хеджирования будущих (ожидаемых) сделок, а во-вторых, хотя и не через основные категории регулирования, но через норму о порядке квалификации и подтверждения хеджирования косвенно указывала на необходимость корреляции хеджирующих деривативов именно со сделками хеджера. Очевидно, что в исходной редакции также присутствовали изъяны юридической техники, связанные с общей проблемой выбора категорий «операции хеджирования» и «объект хеджирования» в качестве основы регулирования, - так, например, если объектом хеджирования признаются в том числе обязательства, то последующее указание закона на необходимость подтверждения снижения неблагоприятных последствий *по сделкам с объектом хеджирования* является бесспорно некорректным, так как охватывает в таком случае исключительно сделки цессии или перевод долга. Однако ФЗ № 281-ФЗ (внесенный на рассмотрение в Государственную Думу Российской Федерации в качестве проекта Федерального закона № 172989-5), устранив данный изъян, закрепил новую формулировку п. 5 ст. 301 НК РФ и все недостатки современной нормативной конструкции, изложенные выше.

Более того, редакция от 25.11.2009 ФЗ № 281-ФЗ зафиксировала вплоть до настоящего времени существенное несоответствие между базовыми положениями о хеджировании в п. 5 ст. 301 НК РФ и нормами о порядке осуществления налогового учета по хеджирующим сделкам в ст. 326 НК РФ. С одной стороны, ФЗ № 281-ФЗ убрал из общей нормы п. 5 ст. 301 НК РФ о справке для подтверждения хеджирования формулировку «сделки с объектом хеджирования», однако оставил её при этом в специальной норме ст. 326 НК РФ в рамках перечня

обязательных элементов содержания данной справки. С другой стороны, ФЗ № 281-ФЗ дополнил содержание справки для подтверждения хеджирования в ст. 326 НК РФ указанием на «ожидаемые сделки», но при этом одновременно убрал упоминание о данных сделках из самого определения объекта хеджирования в п. 5 ст. 301 НК РФ. Важно отметить, что формулировки измененных таким образом общих положений п. 5 ст. 301 НК РФ являются императивно жесткими и не предполагают возможность их корректной конкретизации и дополнения специальными нормами. В связи с этим представляется, что поправки, внесенные ФЗ № 281-ФЗ, стали причиной сразу двух коллизий (понимаемых как «отношения между нормами, выступающие в форме различия или противоречия при регулировании одного фактического отношения»³²⁶), что может особенно сильно затруднить нормальную правореализацию, с учетом наличия ошибок в нормативном закреплении именно общих квалифицирующих признаков хеджирования.

Законопроект № 172989-5 был внесен Правительством Российской Федерации и, согласно пояснительной записке, должен был «создать дополнительные возможности для компенсации возможных убытков налогоплательщиков», «ускорить развитие рынка финансовых инструментов в России, позволит повысить уровень его привлекательности для всех категорий инвесторов, а также товаропроизводителей»³²⁷. Можно констатировать, что в части изменений правового регулирования хеджирования данный законопроект не увеличил, а скорее снизил привлекательность рынка деривативов для товаропроизводителей ввиду неточности и некорректности установленных правовых конструкций.

Данные утверждения заслуживают особого внимания и в контексте сложившейся в России судебно-арбитражной практики по применению норм НК

³²⁶ См. понятие коллизии: *Власенко Н.А.* Коллизионные нормы в советском праве. Иркутск: Изд-во Иркут. ун-та, 1984. С. 23.

³²⁷ См. пояснительную записку к проекту Федерального закона N 172989-5 "О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации" (в части совершенствования правового регулирования налогообложения финансовых инструментов срочных сделок).

РФ, регулирующих хеджирование. Проведенный анализ 20 судебных дел в период с 2006 по 2016 год (более 40 судебных актов судов различных инстанций) позволяет сделать несколько примечательных выводов.

Во-первых, все дела были связаны с оспариванием решений налоговых органов, которые не признали договоры хеджирующими и не допустили применение соответствующей льготы. Подавляющее большинство дел связаны с использованием широких возможностей по противоречивой и некорректной квалификации хеджирования, обеспечиваемых рассмотренным выше регулированием в НК РФ: налоговые органы неправомерно отказываются признавать деривативы хеджирующими и необоснованно не предоставляют хеджерам налоговую льготу (большая часть судебных дел³²⁸) или же, напротив, хозяйствующие субъекты пытаются представить заключенные спекулятивные сделки в качестве хеджирующих для незаконного получения льготы (меньшая часть судебных дел³²⁹). Во-вторых, суды в своих актах особенно отмечают значимость квалифицирующих признаков хеджирования и, прежде всего, взаимной корреляции и зависимости хеджирующих производных финансовых инструментов и хеджируемых договоров, заключенных лицом в рамках хозяйственной деятельности, - то есть, того ключевого признака хеджирования, который, как было показано выше, в российском законодательстве формализован весьма неудачно.

Так, в деле № А28-10038/2010-281/33 Президиум ВАС РФ подтвердил квалификацию сделок хозяйствующего субъекта в качестве хеджирующих, констатируя наличие связи между хеджирующими и хеджируемыми сделками, и отменил судебные акты нижестоящих судов, необоснованно поддержавших налоговый орган и отказавших в удовлетворении требований на основе «отсутствия интереса в страховании риска наступления неблагоприятных

³²⁸ См., в частности, дела в арбитражных судах: № А28-10038/2010-281/3, № А28-11788/2013, № А43-11550/2005-35-399, № А40-13753/10-107-28, № А40-64558/06-115-394, № А53-13525/2010, № А40-64560/06-116-339.

³²⁹ См., в частности, дела в арбитражных судах: № А40-94491/12, № А40-11346/12-91-57, № А40-72098/12-91-400, А40-164864/14.

последствий»³³⁰. В деле № А28-11788/2013 Арбитражный суд Волго-Вятского округа отменил судебные акты нижестоящих судов, поддержавших позицию налогового органа об отсутствии признаков хеджирования, и указал на то, что хеджирующая цель заключенных деривативов подтверждается их корреляцией с хеджируемыми договорами³³¹. В деле № А43-11550/2005-35-399 ФАС Волго-Вятского округа отказал в удовлетворении кассационной жалобы налогового органа и поддержал позицию нижестоящих судов, признавших заключенные лицом опционные договоры хеджирующими в том числе ввиду наличия «связи опционов с производством бумаги» (основной хозяйственной деятельностью хеджера)³³². ФАС Московского округа в деле № А40-94491/12 оставил в силе постановление суда апелляционной инстанции, поддержавшего позицию налогового органа, и подчеркнул то, что имеет значение не формальное отнесение дериватива к хеджированию в справке для налогового органа, а реально имеющаяся корреляция между хеджирующими и хеджируемыми договорами³³³. В деле № А40-72098/12-91-400 ФАС Московского округа поддержал позицию налогового органа и нижестоящих судов, указав на то, что деривативные сделки по своей сути являлись спекулятивными, несмотря на формальное их отнесение к хеджирующим в расчете, представленном хозяйствующим субъектом³³⁴. Также ФАС Московского округа в деле № А40-64558/06-115-394 поддержал требования хеджера (импортера косметической продукции) и отметил обоснованность квалификации его сделок в качестве хеджирующих, констатируя наличие зависимости между финансовыми результатами хозяйствующего субъекта по

³³⁰ Постановление Президиума ВАС РФ от 26.06.2012 № 15740/11 по делу № А28-10038/2010-281/33 // Вестник ВАС РФ, 2012, № 11.

³³¹ Постановление Арбитражного суда Волго-Вятского округа от 08.12.2014 № Ф01-4298/2014 // СПС «Консультант-Плюс».

³³² Постановление ФАС Волго-Вятского округа от 16.06.2008 по делу № А43-11550/2005-35-399 // СПС «Консультант-Плюс».

³³³ Постановление ФАС Московского округа от 30.12.2013 N Ф05-15782/2013 по делу № А40-94491/12 // СПС «Консультант-Плюс».

³³⁴ Постановление ФАС Московского округа от 26.08.2013 по делу №А40-72098/12-91-400 // СПС «Консультант-Плюс».

хеджируемым сделкам и хеджирующим деривативам³³⁵. ФАС Уральского округа в деле № А60-33632/10 оставил без изменения судебные акты нижестоящих судов, поддержав позицию хеджера, и указал на то, что для квалификации сделки (расчетного свопа) в качестве хеджирующей имеет значение не её общая экономическая целесообразность, а хеджирующее значение, выражающееся в её компенсирующей способности по отношению к хеджируемому договору³³⁶. Девятый арбитражный апелляционный суд (его позиция была поддержана вышестоящими судами) в деле № А40-164864/14 отказал в признании сделок хеджирующими, указав на необходимость соответствия деривативов сущностным критериям хеджирования, установленным законодательством, и на недопустимость притворного «хеджирования», скрывающего договоры с иными целями³³⁷. Тот же Девятый арбитражный апелляционный суд в деле № А40-64560\06-116-339 оставил без изменения решение суда первой инстанции, удовлетворившего требования хеджера, и отметил, что сделки хеджирования (форвардные контракты) как страхования от ценового риска оправданны и законны и применялись заявителем для сокращения валютных рисков, проистекавших из договоров купли-продажи³³⁸. Можно констатировать, таким образом, что вся вышеуказанная судебная практика уделяет особое внимание именно тем аспектам правового регулирования хеджирования, связанным с его понятием и квалификацией, которые в НК РФ закреплены наиболее спорным образом.

Вышеизложенное позволяет сделать вывод о том, что обе основные категории современного правового регулирования хеджирования, сосредоточенного в НК РФ, - «операции хеджирования» и «объект хеджирования» - не вполне приемлемы с точки зрения и теоретических подходов

³³⁵ Постановление ФАС Московского округа от 28.06.2007, 05.07.2007 № КА-А40/5144-07 по делу № А40-64558/06-115-394 // СПС «Консультант-Плюс».

³³⁶ Постановление ФАС Уральского округа от 17.08.2011 № Ф09-4954/11 по делу № А60-33632/10 // СПС «Консультант-Плюс».

³³⁷ Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 08.06.2015 № 09АП-19872/2015 по делу № А40-164864/14 // СПС «Консультант-Плюс».

³³⁸ Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 20.04.2007, 27.04.2007 № 09АП-3521/2007-АК по делу № А40-64560\06-116-339 // СПС «Консультант-Плюс».

к понятию хеджирования, и правовой политики, и зарубежного опыта правового регулирования. Представляется, что механизм регламентации, предложенный законодателем в НК РФ, не может являться основой общего правового регулирования хеджирования - и в связи с обозначенными недостатками, и, что ещё более важно, ввиду очевидной необходимости закрепления понятия и иных базовых элементов правового регулирования отдельных видов деятельности и соответствующих общественных отношений не исключительно для специальных целей (в случае с НК РФ - для целей налогообложения), а в общем, универсальном для всего правопорядка качестве. Хеджирование, безусловно, не является специальным понятием отдельных видов публично-правовых отношений, будучи категорией гражданского оборота в качестве особой экономической цели заключения деривативных договоров (с точки зрения «целевого» подхода) или особого вида экономической деятельности (с позиции «инструментального» подхода). При этом сущность хеджирования предполагает его осуществление не столько профессиональными участниками финансовых рынков, сколько любыми хозяйствующими субъектами, что позволяет считать хеджирование общей категорией гражданского оборота. В связи с этим совершенно справедливой является позиция Е.А. Абросимовой, указывающей на то, что «понятие хеджирования и других биржевых операций должно разрабатываться торговым, а не налоговым законодательством»³³⁹.

Следует отметить, что в части соотношения гражданско-правовых категорий и регулирования в целях налогообложения нормы НК РФ устанавливают вполне корректный подход, который, однако, игнорируется законодателем при формализации хеджирования. В соответствии с п. 1 ст. 11 НК РФ институты, понятия и термины гражданского, семейного и других отраслей законодательства Российской Федерации, используемые в настоящем Кодексе, применяются в том значении, в каком они используются в этих отраслях законодательства, если иное не предусмотрено настоящим Кодексом. Успешная

³³⁹ *Абросимова Е.А.* Организаторы торгового оборота: правовой статус и функциональное назначение: дис. ... докт. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2014. С. 203.

реализация данного положения отражена в абз. 1 п. 1 ст. 301 НК РФ, закрепившем бланкетную норму с отсылкой на Закон о рынке ценных бумаг в отношении понятия производного финансового инструмента. Представляется, что сходная бланкетная норма была бы целесообразной и в отношении понятия хеджирования. Весьма показательным, что данная позиция поддерживается и правоведами - специалистами по налоговому праву: так, Е.А. Костякова справедливо отмечает, что гражданско-правовые категории, к которым можно отнести «хеджирование», «инструмент хеджирования», «объект хеджирования», подлежат закреплению в соответствующих нормативных правовых актах и должны быть исключены из НК РФ³⁴⁰.

Следует отметить, что НК РФ при закреплении понятия хеджирования не отсылает не только к законодательству, регулирующему рынок производных финансовых инструментов, но и к нормативной регламентации порядка ведения финансовой отчетности, которая с недавнего времени стала вторым направлением формализации отношений хеджирования в России в виде Международного стандарта финансовой отчетности (IFRS) 9 «Финансовые инструменты» (далее - «МСФО (IFRS) 9»)³⁴¹, обязательного для всех организаций с 1 января 2018 года. Согласно п. 1.1. МСФО (IFRS) 9 цель стандарта - установить принципы отражения финансовых активов и финансовых обязательств в финансовой отчетности для представления пользователям финансовой отчетности уместной и полезной информации, позволяющей им оценить суммы, сроки возникновения и неопределенность будущих денежных потоков организации. Таким образом, МСФО (IFRS) 9 регламентирует отношения хеджирования исключительно с точки зрения ведения бухгалтерского учета: для этих целей в соответствующей главе 6 «Учет хеджирования» определены объекты хеджирования, инструменты хеджирования, порядок учета отношений хеджирования и т.д. С.И. Кожевникова

³⁴⁰ Костякова Е.А. Указ. соч. С. 132.

³⁴¹ «Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 9 «Финансовые инструменты» (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 27.06.2016 № 98н) // Официальный интернет-портал правовой информации <http://www.pravo.gov.ru>, 18.07.2016.

справедливо отмечает, что «МСФО представляют собой важную международную систему общепризнанных принципов бухгалтерского учета, информация которого предназначается для представления различным организациям и лицам, интересующимся результатами деятельности и финансовым состоянием составителя отчетности»³⁴². Таким образом, суть регламентации отношений хеджирования в МСФО (IFRS) 9 - стандартизация учета соответствующих сделок на уровне отдельной организации в рамках общей хозяйственной отчетности, позволяющей проанализировать и оценить финансово-экономические показатели. С очевидностью можно отметить, что подобная формализация отношений исключительно в целях бухгалтерского учета не способна быть основой ни для общего частноправового регулирования хеджирования, ни для его регулирования в иных специальных целях (например, для целей налогообложения³⁴³). Данный вывод подтверждается в том числе европейским опытом правового регулирования, согласно которому соответствие внебиржевого дериватива правилам МСФО - лишь один из трёх возможных квалифицирующих признаков хеджирующего договора (подп. «с» п. 1 ст. 10 Делегированного регламента ЕС № 149/2013).

Как уже отмечалось выше при рассмотрении понятия хеджирования, в контексте системы управления рисками на уровне отдельно взятого юридического лица хеджирование представляет собой осуществляемый организацией посредством деривативов способ сокращения рисков, реализуемый на основе соответствующего управленческого решения в рамках хозяйственной деятельности. В американской правовой доктрине хеджирование поэтому, как правило, рассматривается в качестве нормальной и обычной экономической деятельности субъекта, подпадающей под действие такого принципа

³⁴² Кожевникова С.И. Проблемные аспекты внедрения МСФО в России // Актуальные проблемы российского права. 2014. № 5. С. 781.

³⁴³ О разнице в системах налогового и бухгалтерского учета см.: Кругляк З.И. Взаимодействие систем бухгалтерского и налогового учета: международный опыт и российская практика // Все для бухгалтера. 2007. № 15. С. 22-30.

американского корпоративного права, как «правило защиты делового решения»³⁴⁴.

В российском корпоративном праве существует несколько подходов к понятию обычной хозяйственной деятельности, используемому в, например, Федеральном законе от 26.12.1995 N 208-ФЗ «Об акционерных обществах»³⁴⁵ (далее - «Закон об АО») (ст. 78, ст. 81) и Федеральном законе от 08.02.1998 N 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»³⁴⁶ (далее - «Закон об ООО») (ст. 46). Президиум Высшего Арбитражного Суда РФ указывал на то, что сделками, совершаемыми в процессе обычной хозяйственной деятельности, являются «обусловленные разумными экономическими причинами сделки, не отличающиеся существенно по своим основным условиям от аналогичных сделок, неоднократно совершавшихся до этого должником в течение продолжительного периода времени и необходимые для осуществления его хозяйственной деятельности»³⁴⁷. В правовой доктрине наличествуют два подхода к данному понятию, которые условно можно назвать узким и широким. Согласно узкому подходу, к обычной хозяйственной деятельности можно отнести лишь те сделки, которые регулярно и систематически заключаются в строгих рамках основного вида (видов) деятельности, предусмотренного уставом юридического лица³⁴⁸. Широкий подход, в свою очередь, не ограничивается необходимостью строго формального соответствия сделки основному виду деятельности лица: признак «обычности» предопределяется регулярностью и способностью служить

³⁴⁴ См. выше в настоящей работе.

³⁴⁵ Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» // СЗ РФ, 01.01.1996, № 1, ст. 1.

³⁴⁶ Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» // СЗ РФ, 16.02.1998, № 7, ст. 785.

³⁴⁷ Постановление Президиума ВАС РФ от 12 июля 2011 г. N 722/11 по делу N А40-58697/09-95-227 // Вестник ВАС РФ. 2011. N 10.

³⁴⁸ Гутников О.В. Недействительные сделки в гражданском праве. Теория и практика оспаривания. - М.: Бератор-Пресс, 2003. С. 430-431; Поваров Ю.С. Акционерное право России. М.: Издательство Юрайт, 2009. С. 607; Фомичева Н.В. Правовое регулирование создания и деятельности акционерных обществ: Автореф. дис. ... канд. юрид. наук. - Саратов, 2000. С. 10.

средством достижения целей создания организации³⁴⁹. В связи с этим К.М. Алиева справедливо отмечает, что к сделкам, совершаемым в процессе обычной хозяйственной деятельности, должны относиться, по большому счёту, все сделки лица, так или иначе связанные с его хозяйственной деятельностью³⁵⁰. По мнению В.В. Долинской, под обычной хозяйственной деятельностью следует понимать систематическую деятельность, охватывающую не противоречащие закону сделки в сфере, указанной в учредительных документах юридического лица³⁵¹. Таким образом, сделки, совершаемые в рамках обычной хозяйственной деятельности, с позиции широкого подхода можно разделить на две группы: 1) сделки, непосредственно составляющие саму хозяйственную деятельность лица; 2) сделки вспомогательного характера, обеспечивающие хозяйственную деятельность и сопутствующие ей³⁵².

Следует отметить, что законодатель, в конечном итоге, поставил нормативную точку в вышеуказанных дискуссиях, закрепив в 2016 году³⁵³ максимально широкое определение сделок, не выходящих за пределы обычной хозяйственной деятельности, в Законе об АО и Законе об ООО. Согласно п. 4 ст. 78 Закона об АО (в п. 8 ст. 46 Закона об ООО закреплено аналогичное определение) под сделками, не выходящими за пределы обычной хозяйственной деятельности, понимаются любые сделки, заключаемые при осуществлении деятельности соответствующим обществом либо иными организациями, осуществляющими аналогичные виды деятельности, независимо от того, совершались ли такие сделки данным обществом ранее, если такие сделки не

³⁴⁹ Корпоративное право: учебник / Е.Г. Афанасьева, В.Ю. Бакшинская, Е.П. Губин и др.; отв. ред. И.С. Шиткина. М: КНОРУС, 2015. С. 387.

³⁵⁰ Алиева К.М. Роль Совета директоров акционерного общества при совершении сделок, выходящих за пределы его обычной хозяйственной деятельности. Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва. 2005. С. 105-106.

³⁵¹ Долинская В.В. Акционерное право: основные положения и тенденции. М.: Волтерс Клувер, 2006. С. 266.

³⁵² Ломакин Д.В. Крупные сделки в гражданском обороте // Законодательство. 2001. № 3. С. 21.

³⁵³ Федеральный закон от 03.07.2016 N 343-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» в части регулирования крупных сделок и сделок, в совершении которых имеется заинтересованность» // СЗ РФ, 04.07.2016, № 27 (часть II), ст. 4276.

приводят к прекращению деятельности общества или изменению ее вида либо существенному изменению ее масштабов. Можно констатировать, таким образом, что хеджирующие деривативы, будучи вспомогательными, обеспечивающими по отношению к основной хозяйственной деятельности, являются сделками, совершаемыми в процессе обычной хозяйственной деятельности, что в полной мере соответствует и современному законодательному определению, и широкому доктринальному подходу. В связи с этим на хеджирующие деривативы, очевидно, распространяются соответствующие исключения из общих правил квалификации крупных сделок и сделок с заинтересованностью (п. 1 ст. 78, подп. 1 п. 2 ст. 81 Закона об АО, абз. 1 п. 7 ст. 45, п. 1 ст. 46 Закона об ООО).

В качестве особой экономической деятельности хозяйствующего субъекта, хеджирование, очевидно, является результатом принятия управленческого решения, которое, как уже отмечалось выше, в США охватывается «правилом защиты делового решения», предполагающим освобождение директора от ответственности в случае соблюдения им триады фидуциарных обязанностей: добросовестности, лояльности (приверженности интересам компании) и, прежде всего, должной осмотрительности³⁵⁴. При анализе института ответственности директоров в российском правовом порядке следует отметить, что ГК РФ указывает на понятия добросовестности и разумности, а также использует категорию «обычный предпринимательский риск»: согласно абз. 2 п. 1 ст. 53.1. ГК РФ лицо, которое в силу закона, иного правового акта или учредительного документа юридического лица уполномочено выступать от его имени, несет ответственность, если будет доказано, что при осуществлении своих прав и исполнении своих обязанностей оно действовало недобросовестно или неразумно, в том числе если его действия (бездействие) не соответствовали обычным условиям гражданского оборота или обычному предпринимательскому риску. Пленум Верховного Суда Российской Федерации, разъясняя применение данной нормы в п. 25 Постановления Пленума Верховного Суда РФ от 23.06.2015 № 25

³⁵⁴ О данном правиле см. подробнее: *Bainbridge S.M. The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine // 57 Vanderbilt Law Review. 2004. p. 88.*

«О применении судами некоторых положений раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации»³⁵⁵ (далее - «Постановление Пленума ВС РФ № 25»), обращает внимание на разумный риск, свойственный не только предпринимательской, но и (или) иной экономической деятельности, к которой, очевидно, относится и хеджирование.

Вокруг категории обычного риска выстраиваются и разъяснения ВАС РФ: в абз. 2 п. 1 Постановления Пленума ВАС РФ от 30.07.2013 № 62 «О некоторых вопросах возмещения убытков лицами, входящими в состав органов юридического лица»³⁵⁶ (далее - «Постановление Пленума ВАС РФ № 62») отмечается, что 1) возможность негативных последствий для юридического лица сопутствует рисковому характеру предпринимательской деятельности, 2) суд не должен проверять экономическую целесообразность управленческих решений, поэтому директор не может привлекаться к ответственности за действия (бездействия) в пределах обычного (делового) предпринимательского риска. В п. 3 Постановления Пленума ВАС РФ № 62, по сути, раскрывается понятие должной осмотрительности как необходимости предварительного получения и учета при принятии решений такой совокупности информации, которая является достаточной с точки зрения обычной деловой практики. В свою очередь, в п. 1 Постановления Пленума ВС РФ № 25 поясняется понятие добросовестности, соотносимое с поведением любого участника гражданского оборота, учитывающего права и законные интересы другой стороны, содействующего ей, в том числе в получении необходимой информации. Представляется, что перечисленные выше замечания позволяют согласиться с мнением Е.М. Ключаревой о том, что в российском правовом порядке отдельные элементы

³⁵⁵ Постановление Пленума Верховного Суда РФ от 23.06.2015 № 25 «О применении судами некоторых положений раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации» // Бюллетень Верховного Суда РФ, № 8, август, 2015.

³⁵⁶ Постановление Пленума ВАС РФ от 30.07.2013 № 62 «О некоторых вопросах возмещения убытков лицами, входящими в состав органов юридического лица» // Официальный сайт федеральных арбитражных судов Российской Федерации: http://www.arbitr.ru/as/pract/post_plenum/90841.html (дата обращения: 12.08.2017).

института ответственности директоров вполне соответствуют «правилу защиты делового решения»³⁵⁷.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что в России руководитель юридического лица, который добросовестно, разумно и с учетом обычно необходимой информации принял решение об осуществлении хеджирования, повлекшего за собой убытки (вследствие, например, банкротства контрагента по хеджирующему внебиржевому деривативу, заключенному без участия центрального контрагента), не может быть привлечен к ответственности ввиду нормального и обычного риска, имманентно присущего хеджированию как особому виду экономической деятельности.

³⁵⁷ Ключарева Е.М. Правило защиты делового решения в делах о привлечении к ответственности директоров: законодательство и практика штата Делавэр (США), Германии и России // Закон. 2015. № 11. С. 136-140.

§ 2. Перспективы правового регулирования хеджирования в России

Как уже было показано выше в настоящей работе на примере США, одним из наиболее эффективных средств осуществления хеджирования являются внебиржевые деривативы. Анализ понятия производного финансового инструмента в Законе о рынке ценных бумаг (ч. 29 ст. 2) и положений Указания Банка России от 16.02.2015 № 3565-У «О видах производных финансовых инструментов»³⁵⁸ позволяет сделать вывод о том, что в России внебиржевыми деривативами могут быть опционные, форвардные и своп-договоры.

Однако гражданское законодательство накладывает весьма серьезные ограничения на рынок внебиржевых деривативов. С одной стороны, законодатель в п. 2 ст. 1062 ГК РФ прямо разграничил игры и пари и производные финансовые инструменты расчетного характера (исполняемые не поставкой базисного актива, а выплатой определенной денежной суммы (вариационной маржи)³⁵⁹) независимо от цели их заключения. С другой стороны, в абз. 1 п. 2 ст. 1062 ГК РФ закреплены условия судебной защиты производных финансовых инструментов: хотя бы одной из сторон сделки должно быть юридическое лицо, получившее лицензию на осуществление банковских операций или лицензию на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, либо хотя бы одной из сторон сделки, заключенной на бирже, должно быть юридическое лицо, получившее лицензию, на основании которой возможно заключение сделок на бирже, а также в иных случаях, предусмотренных законом. Согласно абз. 2 п. 2 ст. 1062 ГК РФ требования, связанные с участием граждан в указанных в настоящем пункте сделках, подлежат судебной защите только при условии их заключения на бирже, а также в иных случаях, предусмотренных законом. Таким образом, обязательства из внебиржевого дериватива будут подлежать судебной защите в том случае, если: 1) одной из сторон деривативного договора будет кредитная

³⁵⁸ Указание Банка России от 16.02.2015 № 3565-У «О видах производных финансовых инструментов» // Вестник Банка России, № 28, 31.03.2015.

³⁵⁹ О различиях расчетных и поставочных договоров и связанных с этой классификацией дискуссиях см.: *Витрянский В.* Срочные сделки в сфере биржевой торговли и на финансовых рынках // *Хозяйство и право.* № 11. 2007. С. 31.

организация или профессиональный участник рынка ценных бумаг, 2) стороной деривативного договора не является гражданин.

Следует отметить, что наличие разумных нормативных ограничений является вполне адекватным стабилизирующим и сдерживающим фактором для рынка внебиржевых деривативов ввиду, во-первых, отсутствия для внебиржевых деривативов обязательного централизованного клиринга, присутствующего на организованных торгах³⁶⁰ (ч. 8 ст. 18 Федеральный закон от 21.11.2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах»³⁶¹ (далее - «Закон об организованных торгах»), п. 1 ст. 51.4. Закона о рынке ценных бумаг), во-вторых, неоднозначного характера так называемых «сделок на разность»³⁶², т.е. расчетных деривативных договоров исключительно спекулятивного характера. Так, А.Х. Гольмстен называл сделки на разность «азартной биржевой игрой, обогащающей без затраты труда и капитала одних и повергающих в нищету других»³⁶³. По мнению А.Ф. Федорова, сделки, исполняемые «платежом только разности», развивают низменные страсти человека и уводят капитал из производства³⁶⁴. Г.Ф. Шершеневич указывал на то, что спекулятивные сделки на разность внушают мелким капиталистам призрачную и ложную надежду на баснословное и быстрое обогащение³⁶⁵. В современной российской правовой доктрине заслуживает внимания позиция Е.А. Суханова, отмечающего отсутствие принципиальных различий между сделками, заключенными в отношении, например, значения курса валюты и предусматривающими исключительно выплату денежной суммы «проигравшей» стороной в пользу «выигравшей» стороны, и сделками, заключенными на

³⁶⁰ См. выше анализ положений об обязательном клиринге для внебиржевых деривативов в американском Законе Додда-Франка.

³⁶¹ Федеральный закон от 21.11.2011 N 325-ФЗ «Об организованных торгах» // СЗ РФ, 28.11.2011, N 48, ст. 6726.

³⁶² О понятии сделок на разность см., например: *Цитович П.П.* Очерк основных понятий торгового права. Киев: типография И. Н. Кушнерева и Ко, 1886. С. 169-170.

³⁶³ *Гольмстен А.Х.* Указ. соч. С. 184.

³⁶⁴ *Федоров А.Ф.* Указ. соч. С. 662.

³⁶⁵ *Шершеневич Г.Ф.* Курс торгового права. Том II. Товар. Торговые сделки (издание 4-е). С.-Петербург: Издание Бр. Башмаковых. 1908. С. 546-547.

скачках³⁶⁶. Г. Райнер особо подчеркивает прослеживаемую в современном немецком правопорядке дифференциацию между хозяйственно обоснованными деривативами (прежде всего, хеджирующими) и исключительно спекулятивными сделками на разность, которые рассматриваются в качестве игры и потому признаются недействительными³⁶⁷. Вместе с тем, в правовой литературе справедливо указывается на то, что российское гражданское законодательство не различает деривативы по целям их осуществления и не уточняет соответствующим образом их правовой режим, несмотря на позитивные перспективы такой дифференциации³⁶⁸. Как уже неоднократно отмечалось ранее в настоящей работе при рассмотрении теоретических подходов к понятию хеджирования (прежде всего, «структурно-функционального» подхода) и зарубежного опыта его правового регулирования, бесспорно существующие публичные интересы в ограничении оборота спекулятивных производных финансовых инструментов всегда должны соотноситься с полноценным доступом хозяйствующих субъектов к договорным средствам эффективного сокращения рисков посредством заключения деривативов: обеспечение такого доступа в полной мере отвечает как частным интересам хеджеров, так и соответствующему публичному интересу государства в рамках правового регулирования современной рыночной экономики.

Представляется, что с точки зрения использования внебиржевых деривативов именно в целях хеджирования современная редакция п. 2 ст. 1062 ГК РФ устанавливает необоснованно жесткие ограничения, а именно: 1) слишком узкий круг тех контрагентов (кредитные организации и профессиональные участники рынка ценных бумаг), с которыми могут заключить деривативный договор хеджеры, не являющиеся, как правило, участниками финансовых рынков, 2) полное отстранение от хеджирования внебиржевыми деривативами граждан,

³⁶⁶ Суханов Е.А. О судебной защите форвардных контрактов. О статье Е.П. Губина и А.Е. Шерстобитова «Расчетный форвардный контракт: теория и практика» // Законодательство. 1998. № 11. С. 14.

³⁶⁷ Райнер Г. Указ. соч. С. 102-109.

³⁶⁸ Свирков С.А. Основные проблемы гражданско-правового регулирования оборота энергии: монография. М.: Статут, 2013. С. 308-310.

являющихся индивидуальными предпринимателями. Как уже отмечалось выше в настоящей работе при исследовании понятия хеджирования, хозяйствующий субъект, намеревающийся устранить риски, заключает хеджирующий договор со спекулянтом, изъявляющим согласие эти риски принять в надежде на спекулятивный доход, что обычно обусловлено наличием у спекулянта достаточного 1) капитала, 2) квалификации и знаний для профессионального заключения сделок на финансовых рынках. Очевидно, что таким критериям могут соответствовать не только кредитные организации и профессиональные участники рынка ценных бумаг, но и страховые организации, негосударственные пенсионные фонды, а также иные лица, прямо поименованные законодательством в качестве квалифицированных инвесторов (п. 2 ст. 51.2. Закона о рынке ценных бумаг)³⁶⁹. Показательно, что именно квалифицированные инвесторы были отнесены к категории так называемых «профессионалов в сфере финансового рынка» в п. 4 проекта Информационного письма Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации «Об отдельных вопросах разрешения споров из договоров процентного свопа»³⁷⁰. Одновременно, не вполне обоснованным, на мой взгляд, является абсолютный запрет для граждан, являющихся индивидуальными предпринимателями, хеджировать свои хозяйственные риски внебиржевыми деривативами, с учетом немалого значения индивидуального предпринимательства для экономики, особенно в отдельных сферах³⁷¹.

В связи с вышесказанным одним из возможных вариантов учета «структурно-функционального» подхода в рамках российского правового

³⁶⁹ На нелогичность игнорирования категории квалифицированных инвесторов в п. 2 ст. 1062 ГК РФ, хотя и безотносительно к хеджированию, но в целом резонно указывает А.В. Габов: см. *Габов А.В.* Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М.: Статут, 2011. С. 354-357.

³⁷⁰ Проект Информационного письма Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации «Об отдельных вопросах разрешения споров из договоров процентного свопа». URL: http://www.arbitr.ru/_upimg/D3FF66925C711E1FCC9601D3643EFD5E_pract_24_10.pdf (дата обращения: 19.06.2017).

³⁷¹ См. статистику индивидуального предпринимательства за 2015 год на официальном сайте Федеральной службы государственной статистики: http://www.gks.ru/bgd/regl/b15_47/Main.htm (дата обращения: 19.06.2017).

регулирования хеджирования и рынка деривативов представляется дифференциация положения п. 2 ст. 1062 ГК РФ указанием на хеджирующие производные финансовые инструменты, предполагающим бланкетную отсылку на их общее понятие, в соответствии с которым: 1) обязательства, проистекающие из хеджирующих деривативов, будут подлежать судебной защите в том случае, если одной из сторон такого договора будет лицо, прямо поименованное в законе в качестве квалифицированного инвестора, 2) обязательный биржевой порядок заключения договора не распространяется на граждан, являющихся индивидуальными предпринимателями, в случае заключения ими хеджирующих деривативов. Очевидно, что реализации данного предложения препятствует, прежде всего, отсутствие общего легального понятия хеджирования (или его признаков, раскрытых через дефиницию хеджирующего договора) в российском частном праве.

Следует отметить, что фрагментарные и скудные упоминания о хеджировании в российской правовой доктрине никак не затрагивают вопросы, связанные с проблемами и перспективами его правового регулирования в России. Вместе с тем, в экономических научных работах, посвященных хеджированию производными финансовыми инструментами в России, исследователи неизменно отмечают ключевую роль совершенствования правового регулирования в развитии и распространении хеджирования на рынке деривативов³⁷². Так, например, А.Ю. Скороход, указывая на очень сильные спекулятивные начала на российском рынке срочных сделок, обращает особое внимание на необходимость принятия регулятивных мер в целях поощрения и стимулирования хеджирования³⁷³.

Вышеизложенные замечания о проблемах правового регулирования хеджирования в России позволяют сделать несколько важных выводов:

1) российское правовое регулирование характеризуется полным отсутствием каких-либо общих нормативных положений о хеджировании в

³⁷² Милованов И.Ю. Указ. соч. С. 111-113.

³⁷³ Скороход А.Ю. Указ. соч. С. 152.

рамках частнопроводного регулирования («общее направление» регулирования) и фрагментарным наличием регулятивных мер поощрения хеджирования (налоговые льготы в НК РФ) («стимулирующее направление» регулирования);

2) квалифицирующие признаки хеджирования как особой экономической деятельности хозяйствующих субъектов, направленной на сокращение рисков, возникающих из их хозяйственной деятельности, и реализуемой посредством заключения деривативных договоров, подлежат закреплению нормами частнопроводного характера в рамках российского законодательства, регулирующего рынок производных финансовых инструментов;

3) модель регулирования общих положений о хеджировании, закреплённая в настоящее время в НК РФ, не соответствует теоретическим подходам к понятию хеджирования, зарубежному опыту правового регулирования, в связи с чем не может быть использована при конструировании нормативного понятия хеджирования (хеджирующих производных финансовых инструментов) в рамках частнопроводного регулирования;

3) целесообразной представляется формализация общих положений о хеджировании посредством закрепления частнопроводной дефиниции хеджирующего производного финансового инструмента в одном из ключевых нормативных актов российского законодательства, регулирующего рынок производных финансовых инструментов, на основе двух квалифицирующих признаков хеджирования³⁷⁴: во-первых, направленности на сокращение рисков хозяйствующего субъекта, обусловленных потенциальным изменением цен, иных недетерминированных показателей, наступления случайных событий, во-вторых, принципа взаимной зависимости (корреляции) между хеджирующим деривативом и хеджируемым договором, заключённым хеджером в процессе его хозяйствования;

4) закрепление в рамках частнопроводного регулирования квалифицирующих признаков хеджирования позволит избежать его повторного нормативного определения в других отраслях законодательства путем использования

³⁷⁴ Подробнее см. первую главу настоящей работы.

соответствующих бланкетных норм: в частности, подобная бланкетная норма может быть предусмотрена в п. 5 ст. 301 НК РФ аналогично отсылке к понятию производного финансового инструмента в п. 1 ст. 301 НК РФ, что будет полностью соответствовать принципу использования институтов, понятий и терминов гражданского законодательства, установленному в п. 1 ст. 11 НК РФ.

Как уже отмечалось выше в настоящей работе, анализ зарубежного опыта позволяет выделить некоторые принципиальные черты установления общих нормативных положений о хеджировании, использование которых представляется целесообразным и при конструировании соответствующей нормы в российском законодательстве, а именно: 1) закрепление понятия при помощи частноправовых норм в одном из основных нормативных правовых актов, регулирующих рынок производных финансовых инструментов, 2) определение хеджирования через закрепление дефиниции хеджирующего договора (то есть договора с целью хеджирования).

Основным нормативным правовым актом, регулирующим рынок деривативных договоров в России, является Закон о рынке ценных бумаг, закрепляющий как общее, универсальное для всего правопорядка понятие производных финансовых инструментов (ч. 29 ст. 2), так и отдельные особенности их заключения (ст. 51.4.).

Таким образом, в целях частноправового закрепления в российском законодательстве квалифицирующих признаков хеджирования, составляющих содержание его понятия, надлежит, на мой взгляд, дополнить статью 2 Закона о рынке ценных бумаг частью 30 в следующей формулировке:

«хеджирующий производный финансовый инструмент - договор, являющийся производным финансовым инструментом, заключенный лицом (хеджером) в целях сокращения рисков неблагоприятных имущественных последствий, проистекающих из обязательств хеджера по уже совершенной или будущей сделке (сделкам) в пределах его обычной хозяйственной деятельности, вследствие изменения цены, процентной ставки, валютного курса, иного показателя (совокупности показателей) или события, изменение или наступление

которого имеет случайный характер и не зависит от воли сторон договора, являющегося производным финансовым инструментом».

Представляется, что закрепление в рамках частноправового регулирования общих квалифицирующих признаков хеджирования может стать фундаментом для развития правового регулирования хеджирования, направленного на стимулирование и поощрение заключения хозяйствующими субъектами деривативных договоров не в целях спекулятивного обогащения, а для эффективного сокращения рисков предпринимательской и (или) иной экономической деятельности.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенное исследование как правовых аспектов сущности хеджирования, различным образом преломляющихся в различных подходах к его понятию, так и правовой доктрины и опыта его правового регулирования - весьма развитых в некоторых зарубежных государствах и, напротив, отсутствующих в каком-либо целостном виде в России - позволяют сделать ряд значимых выводов.

Представляется, что из сложности и многоаспектности понятия хеджирования закономерно проистекает целесообразность его рассмотрения в правовой науке с точки зрения различных подходов. Выявленные в результате настоящего исследования подходы, на мой взгляд, условно можно обозначить в качестве «целевого», «инструментального», «структурно-функционального» («синтетического»).

С точки зрения «целевого» подхода, хеджирование - есть экономическая цель заключения деривативных договоров, направленная на сокращение рисков, возникающих при осуществлении лицом предпринимательской и (или) иной экономической деятельности и обусловленных потенциальным изменением цен или иных вероятностных показателей объективного характера.

С позиции «инструментального» подхода, хеджирование - есть особая экономическая деятельность лица, вспомогательная, обеспечивающая по отношению к его основной хозяйственной деятельности (прежде всего, предпринимательской), которая осуществляется посредством заключения деривативных договоров.

В контексте системы управления рисками на уровне отдельно взятого корпоративного юридического лица хеджирование можно считать осуществляемым юридическим лицом при помощи деривативных договоров способом сокращения рисков, который реализуется в рамках обычного хозяйствования на основе разумного и добросовестного решения органов управления юридического лица и способствует обеспечению интересов как самой корпорации, так и её участников и иных заинтересованных лиц.

«Структурно-функциональный» подход следует считать «синтетическим», объединяющим «целевой» и «инструментальный» подходы. Использование данного подхода позволяет на основе целостного понимания хеджирования проанализировать его в качестве объекта, прежде всего, частноправового регулирования, учитывая при этом функциональное разделение рынка деривативных договоров на хеджирующую и спекулятивную составляющую.

В результате рассмотрения понятия хеджирования с точки зрения различных подходов были выявлены ключевые признаки хеджирования, необходимые и достаточные для его правовой квалификации, а именно:

1) направленность на сокращение рисков неблагоприятных имущественных последствий ввиду изменения цен, иных показателей стохастического характера, наступления случайных событий;

2) взаимосвязь между хеджированием как вспомогательной деятельностью и той основной хозяйственной деятельностью, которая порождает сокращаемые риски, что выражается в принципе соответствия хеджирующему деривативному договору хеджируемого договора, заключенного в пределах обычной хозяйственной деятельности лица.

Исследование хеджирования с точки зрения вышеуказанных подходов делает возможным некоторые утверждения о его сущности.

Хеджирование, будучи вспомогательной экономической деятельностью, не является при этом предпринимательством, поскольку предполагает сокращение рисков ценой заведомого ограничения прибыли от основной хозяйственной деятельности лица. Вместе с тем, хеджирование характеризуется двумя юридическими признаками страхования, а именно рисковым характером и единой целью, направленной на получение «общего обеспечения возможной потребности»³⁷⁵, что для хеджирования означает достижение единого состояния защищенности от рисков, независимо от конкретного вероятностного показателя и возможных конкретных неблагоприятных последствий. Будучи экономической

³⁷⁵ О сущности «общего обеспечения возможной потребности» см. выше в настоящей работе. Также см.: *Серебровский В.И.* Указ. соч. С. 444-445.

деятельностью хозяйствующих субъектов, направленной на сокращение рисков, возникающих из их хозяйственной деятельности, и реализуемой посредством заключения деривативных договоров, хеджирование должно регулироваться частноправовыми нормами.

Анализ правового регулирования хеджирования в зарубежных правопорядках позволяет сделать несколько основных выводов:

1. Изученный опыт правового регулирования хеджирования в полной мере является отражением «структурно-функционального» («синтетического») подхода, основываясь на попытке адекватного соотношения публичных интересов в ограничении спекуляции деривативами в целях поддержания стабильности финансовой системы и необходимости соблюдения и поощрения частных интересов хозяйствующих субъектов в использовании производных финансовых инструментов в целях сокращения хозяйственных рисков;

2. Правовое регулирование хеджирования в рассмотренных правопорядках основано на двух ключевых направлениях: 1) формализация общих положений о хеджировании в рамках частноправового регулирования («общее направление») и 2) стимулировании и поощрении хеджирования (в частности, хеджирования посредством внебиржевых деривативных договоров) («стимулирующее направление»);

3. Общая модель, используемая при нормативной формализации понятия хеджирования, характеризуется двумя признаками: 1) закреплением общих положений о хеджировании посредством частноправовых норм, регулирующих рынок деривативов; 2) формализацией понятия хеджирования посредством закрепления дефиниции хеджирующего деривативного договора, в которой отражены вышеуказанные квалифицирующие признаки хеджирования;

4. Имеют место три основные группы норм, регулирующих хеджирование: 1) нормы, раскрывающие общее понятие хеджирования и (или) устанавливающие его квалифицирующие признаки; 2) специальные нормы-преференции для хеджеров; 3) нормы, предусматривающие меры государственной политики по

стимулированию хеджирования как особой экономической деятельности хозяйствующих субъектов.

По результатам исследования правового регулирования хеджирования в России представляется возможным обозначить несколько важных замечаний относительно его проблем и перспектив:

1. В России не формализованы общие положения о хеджировании в рамках частноправового регулирования («общее направление»), однако правовое регулирование фрагментарно присутствует в части поощрения и стимулирования хеджирования (налоговые льготы в НК РФ) («стимулирующее направление»), что представляется совершенно недопустимым;

2. Модель правовой формализации общих положений о хеджировании, закрепленная в настоящее время в НК РФ, не соответствует полученным в настоящей работе результатам анализа теоретических подходов к понятию хеджирования, зарубежного опыта правового регулирования, в связи с чем не может быть использована при конструировании общих положений о хеджировании в российском законодательстве;

3. В целях реализации «общего направления» правового регулирования представляется целесообразным частноправовое закрепление общего понятия хеджирующего производного финансового инструмента в Законе о рынке ценных бумаг на основе двух квалифицирующих признаков хеджирования;

4. В целях реализации «стимулирующего направления» правового регулирования представляется целесообразным дифференцировать норму п. 2 ст. 1062 ГК РФ в части уточнения условий судебной защиты обязательств из внебиржевых хеджирующих производных финансовых инструментов и соответствующего расширения их субъектного состава.

БИБЛИОГРАФИЯ

1. Нормативные правовые акты

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ // СЗ РФ, 05.12.1994, № 32, ст. 3301.
2. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 26.01.1996 № 14-ФЗ // СЗ РФ. 29.01.1996. № 5. ст. 410.
3. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» // СЗ РФ, № 17, 22.04.1996, ст. 1918.
4. Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» // СЗ РФ, 01.01.1996, № 1, ст. 1.
5. Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» // СЗ РФ, 16.02.1998, № 7, ст. 785.
6. Федеральный закон от 21.11.2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах» // СЗ РФ, 28.11.2011, № 48, ст. 6726.
7. Федеральный закон от 26.01.2007 № 5-ФЗ «О внесении изменений в статью 1062 части второй Гражданского кодекса Российской Федерации» // СЗ РФ, 29.01.2007, № 5, ст. 558.
8. Федеральный закон от 03.07.2016 № 343-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» в части регулирования крупных сделок и сделок, в совершении которых имеется заинтересованность» // СЗ РФ, 04.07.2016, № 27 (часть II), ст. 4276.
9. Федеральный закон от 03.07.2016 № 242-ФЗ «О внесении изменений в статью 105.15 части первой и часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» // СЗ РФ, 04.07.2016, № 27 (Часть I), ст. 4175.
10. Федеральный закон от 07.08.2001 № 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма» // СЗ РФ, 13.08.2001, № 33 (часть I), ст. 3418.

11. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 05.08.2000 № 117-ФЗ // СЗ РФ, 07.08.2000, № 32, ст. 3340.
12. Федеральный закон от 25.11.2009 № 281-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации» // СЗ РФ, 30.11.2009, № 48, ст. 5731.
13. «Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 9 «Финансовые инструменты» (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 27.06.2016 № 98н) // Официальный интернет-портал правовой информации <http://www.pravo.gov.ru>, 18.07.2016.
14. Указание Банка России от 16.02.2015 № 3565-У «О видах производных финансовых инструментов» // Вестник Банка России, № 28, 31.03.2015.
15. «Модельный закон о противодействии легализации («отмыванию») доходов, полученных незаконным путем» (принят в г. Санкт-Петербурге 08.12.1998 Постановлением 12-8 на 12-ом пленарном заседании Межпарламентской Ассамблеи государств-участников СНГ) // Информационный бюллетень. Межпарламентская Ассамблея государств-участников Содружества Независимых Государств. 1999. № 20. С. 112 - 129.
16. Приказ ФСФР РФ от 04.03.2010 № 10-13/пз-н «Об утверждении Положения о видах производных финансовых инструментов» // Российская газета, № 87, 23.04.2010 (утратил силу).
17. Постановление ЦИК и СНК Союза ССР от 06.02.1930 "Об упразднении товарных бирж и фондовых отделов при них" // СЗ СССР, 1930, N 10, ст. 120 (утратил силу).
18. Commodity Exchange Act of 1936 // Public Law 74-675, 74th Congress, H. R. 6772.
19. Futures Trading Practices Act of 1992 // H.R. 707 (102nd).
20. Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 // Public Law 111–203, H.R. 4173.
21. Securities Exchange Act of 1934 // Public Law 73–291, 48 Stat. 881.

22. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. OJ L 173, 12.6.2014.
23. Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories // OJ L 201, 27.7.2012.
24. Regulation (EC) No 1606/2002 of the European Parliament and of the Council of 19 July 2002 on the application of international accounting standards // OJ L 243, 11.9.2002.
25. Commission Delegated Regulation (EU) No 149/2013 of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on indirect clearing arrangements, the clearing obligation, the public register, access to a trading venue, non-financial counterparties, and risk mitigation techniques for OTC derivatives contracts not cleared by a CCP // OJ L 52, 23.2.2013.
26. Consolidating Act no. 1051 of 25 August 2015 (Investment Associations etc. Act). – [Электронный документ]. – URL:
<https://www.finanstilsynet.dk/~media/Lovgivning/Oversat-lovgivning/Acts/1051-Lovbkg-LIF-UK-160915.pdf?la=en> (по состоянию на 12.08.2017).
27. Consolidating Act no. 855 of 17 August 2012 (Securities Trading Act etc.). – [Электронный документ]. – URL:
https://finanstilsynet.dk/~media/Lovgivning/Oversat%20lovgivning/Acts/C_Act855_2012%20pdf.pdf?la=en (по состоянию на 12.08.2017).
28. Consolidating Act no. 885 of 8 December 2011 (Financial Business Act). – [Электронный документ]. – URL:
https://www.finanstilsynet.dk/~media/Lovgivning/Oversat-lovgivning/Acts/CAct885_2011-pdf.pdf?la=en (по состоянию на 12.08.2017).
29. Law 144(I)-2007 which provides for the provision of investment services, the exercise of investment activities, the operation of regulated markets of 26 October 2007. – [Электронный документ]. – URL:

<http://www.cysec.gov.cy/CMSPages/GetFile.aspx?guid=60f8cf0b-08ba-4f4c-8208-1b50cda64d9f> (по состоянию на 12.08.2017).

30. Federal Act on Intermediated Securities of 3 October 2008. – [Электронный документ]. – URL: <https://www.admin.ch/opc/en/classified-compilation/20061735/index.html> (по состоянию на 12.08.2017).
31. Ordinance on Financial Market Infrastructures and Market Conduct in Securities and Derivatives Trading of 25 November 2015. – [Электронный документ]. – URL: <https://www.admin.ch/opc/en/classified-compilation/20152105/index.html> (по состоянию на 12.08.2017).
32. CFTC Regulations under Commodity Exchange Act of 1936. – [Электронный документ]. – URL: https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=17a8a6fc0f7831b2df354235368ee5c0&mc=true&tpl=/ecfrbrowse/Title17/17cfrv1_02.tpl#0 (по состоянию на 12.08.2017).
33. End-User Exception to the Clearing Requirement for Swaps // Federal Register. Vol. 77, No. 139. Thursday, July 19, 2012. Rules and Regulations.

2. Судебная практика

1. Определение Конституционного Суда РФ от 16.12.2002 № 282-О «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, 30.12.2002, № 52 (2 ч.), ст. 5291.
2. Постановление Пленума Верховного Суда РФ от 23.06.2015 № 25 «О применении судами некоторых положений раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации» // Бюллетень Верховного Суда РФ, № 8, август, 2015.
3. Постановление Пленума ВАС РФ от 30.07.2013 № 62 «О некоторых вопросах возмещения убытков лицами, входящими в состав органов юридического лица». – [Электронный документ]. – URL:

http://www.arbitr.ru/as/pract/post_plenum/90841.html (по состоянию на: 12.08.2017).

4. Постановление Президиума ВАС РФ от 26.06.2012 № 15740/11 по делу № А28-10038/2010-281/33 // Вестник ВАС РФ, 2012, № 11.
5. Постановление Президиума ВАС РФ от 12 июля 2011 г. N 722/11 по делу N А40-58697/09-95-227 // Вестник ВАС РФ. 2011. N 10.
6. Постановление Арбитражного суда Волго-Вятского округа от 08.12.2014 № Ф01-4298/2014 // СПС «Консультант-Плюс».
7. Постановление ФАС Волго-Вятского округа от 16.06.2008 по делу № А43-11550/2005-35-399 // СПС «Консультант-Плюс».
8. Постановление ФАС Московского округа от 30.12.2013 N Ф05-15782/2013 по делу № А40-94491/12 // СПС «Консультант-Плюс».
9. Постановление ФАС Московского округа от 26.08.2013 по делу №А40-72098/12-91-400 // СПС «Консультант-Плюс».
- 10.Постановление ФАС Московского округа от 28.06.2007, 05.07.2007 № КА-А40/5144-07 по делу № А40-64558/06-115-394 // СПС «Консультант-Плюс».
11. Постановление ФАС Уральского округа от 17.08.2011 № Ф09-4954/11 по делу № А60-33632/10 // СПС «Консультант-Плюс».
12. Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 08.06.2015 № 09АП-19872/2015 по делу № А40-164864/14 // СПС «Консультант-Плюс».
13. Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 20.04.2007, 27.04.2007 № 09АП-3521/2007-АК по делу № А40-64560\06-116-339 // СПС «Консультант-Плюс».
14. Brane v. Roth, 590 N.E.2d 587, 589-90 (Ind. 1992).
15. Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).
16. Joy v. North, 692 F.2d (2d Cir. 1982).
17. Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668, 684 (Mich. 1919).

3. Материалы юридической практики

1. Пояснительная записка к проекту Федерального закона № 172989-5 «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации» (в части совершенствования правового регулирования налогообложения финансовых инструментов срочных сделок) // СПС «Консультант-Плюс».
2. Проект Информационного письма Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации «Об отдельных вопросах разрешения споров из договоров процентного свопа». – [Электронный документ]. – URL: http://www.arbitr.ru/_upimg/D3FF66925C711E1FCC9601D3643EFD5E_pract_24_10.pdf (по состоянию на: 19.06.2017).
3. ESMA's Opinion (Annex), Amended draft Regulatory Technical Standards on the methodology for the calculation and the application of position limits for commodity derivatives traded on trading venues and economically equivalent OTC contracts, 2 May 2016, ESMA/2016/668, Recital 8. – [Электронный документ]. – URL: <https://www.esma.europa.eu/file/18191/download?token=PaOQ34f5> (по состоянию на: 12.08.2017).
4. Hearing on the Effective Regulation of the Over-the-Counter Derivatives Markets Before the H. Comm. on Financial Services Sub. Comm. on Capital Markets, Insurance and Gov't Regulation, 111th Cong. (2009) (written testimony of Robert Pickel, Chief Executive Officer, International Swaps and Derivatives Association). – [Электронный документ]. – URL: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-111hhrg52397/html/CHRG-111hhrg52397.htm> (по состоянию на: 12.08.2017).
5. Hearing To Review Proposed Legislation By the U.S. Department of the Treasury Regarding the Regulation of Over-The-Counter Derivatives Markets Before the H. Comm. on Agriculture , 111th Cong. 5 (2009) (testimony of Jon Hixson, Director of Federal Government Relations, Cargill). – [Электронный документ]. – URL: <https://archives-agriculture.house.gov/sites/republicans.agriculture.house.gov/files/testimony/111/111-29.pdf> (по состоянию на: 12.08.2017).

4. Монографии

1. Братусь С.Н. Юридическая ответственность и законность. М.: Издательство «Юридическая литература», 1976.
2. Власенко Н.А. Коллизионные нормы в советском праве. Иркутск: Изд-во Иркут. ун-та, 1984.
3. Габов А.В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М.: Статут, 2011.
4. Гольмстен А.Х. Очерки по русскому торговому праву. Выпуск 1. С.-Петербург: Типография Д. В. Чичипадзе. 1895.
5. Grimm Д.Д. Лекции по догме римского права: Пособие для слушателей. Петроград: Государственная Типография. 1916.
6. Grimm Д.Д. Основы учения о юридической сделке в современной немецкой доктрине пандектного права. Прологомены к общей теории гражданского права. Т. I. СПб.: Тип. М.М. Стасюлевича, 1900.
7. Гутников О.В. Недействительные сделки в гражданском праве. Теория и практика оспаривания. М.: Бератор-Пресс, 2003.
8. Де Ковни Ш., Такки К. Стратегии хеджирования. Пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 1996.
9. Долинская В.В. Акционерное право: основные положения и тенденции. М.: Волтерс Клувер, 2006.
10. Канторович Я.А. Основные идеи гражданского права. Харьков: Юридическое издательство НКЮ УССР. 1928.
11. Нерсесов Н.И. Конспективный курс лекций по торговому и вексельному праву (посмертное издание, исправленное и дополненное А. Г. Гусаковым). М., 1896.
12. Нефедьев Е.А. Торговое право. М.: Типолитография В.Р. Келлера, 1900. С.

13. Ойгензихт В.А. Воля и волеизъявление: Очерк теории, философии и психологии права. Душанбе: Издательство «Дониш», 1983.
14. Ойгензихт В.А. Проблема риска в гражданском праве (часть общая). Душанбе.: Издательство «Ирфон». 1972.
15. Павлодский Е.А. Правовое регулирование сделок на биржевом рынке. М. : Норма, 2009.
16. Покровский И.А. Основные проблемы гражданского права. М.: Статут, 1998.
17. Пугинский Б.И., Сафиуллин Д.Н. Правовая экономика: проблемы становления. М.: Юрид. лит., 1991.
18. Райнер Г. Деривативы и право. М.: Волтерс Клувер, 2005.
19. Райхер В.К. Общественно-исторические типы страхования. М.: Изд-во академии наук СССР, 1947.
20. Свирков С.А. Основные проблемы гражданско-правового регулирования оборота энергии: монография. М.: Статут, 2013.
21. Серебровский В.И. Страхование // Избранные труды по наследственному и страховому праву. Изд. 2-е, испр. М.: «Статут», 2003.
22. Уэрта де Сото Х. Деньги, банковский кредит и экономические циклы. Пер. с англ. Челябинск: Социум, 2008.
23. Федоров А. Ф. Торговое право. Одесса: «Славянская» типография Е. Хрисогелос. 1911.
24. Фогельсон Ю.Б. Комментарий к страховому законодательству. М.: Юристъ, 2000.
25. Халл, Дж. К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты: Пер. с англ. М.; СПб.; Киев, 2007.
26. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал. М.: Издательская группа «Прогресс», 1993.

27. Цитович П.П. Очерк основных понятий торгового права. Киев: типография И. Н. Кушнерева и Ко, 1886.
28. Цитович П.П. Учебник торгового права. Киев: Издание книгопродавца Н. Я. Оглоблина. 1891.
29. Черепяхин Б.Б. Труды по гражданскому праву. М.: Статут. 2001.
30. Шершеневич Г.Ф. Курс торгового права. Том II. Товар. Торговые сделки (издание 4-е). С.-Петербург: Издание Бр. Башмаковых. 1908.
31. Шершеневич Г.Ф. Общая теория права. Выпуск третий. М.: Издание Бр. Башмаковых. 1912.
32. Шишин С.В. Предпринимательство в условиях глобализации: основные черты и противоречия. М.: Экономика, 2010.
33. Штиллих О. Биржа и ее деятельность. СПб.: Братство. 1992.
34. Baer J.B., Saxon O.G. Commodity Exchanges and Futures Trading: Principles and Operating Methods. The USA: Harper & Brothers. 1949.
35. Gooch A.C., Klein L.B. Documentation for Derivatives. Vol. 2. 4th ed. Euromoney Institutional Investor PLC. 2002.
36. Duffie D. Futures Markets. Prentice Hall College Division. March 1989.
37. Fabozzi F.J. Handbook of Finance, Financial Markets and Instruments. John Wiley & Sons, 2008.
38. Hasenpusch T.P. Clearing Services for Global Markets. Cambridge University Press. 2009.
39. Johnson R.S. Introduction to Derivatives: Options, Futures, and Swaps. Oxford University Press. 2008.
40. Knight F.H. Risk, Uncertainty, and Profit. Hart, Schaffner, and Marx Prize Essays, no. 31. Boston and New York: Houghton Mifflin. 1921.

41. Shapiro A.C., Titman S. An Integrated Approach to Corporate Risk Management. In Joel M. Stern & Donald H. Chew, editors, The Revolution in Corporate Finance. Boston: Blackwell. 1986.
42. Stoll H.R. Options Trading in General. University of Pennsylvania, 1974.
43. Wright R., Cook W., Gray R. The LSTA's Complete Credit Agreement Guide. McGraw-Hill. 2009.

5. Диссертации и авторефераты диссертаций

1. Абраменкова И.Г. Биржевые сделки с ценными бумагами: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2002.
2. Абросимова Е.А. Организаторы торгового оборота: правовой статус и функциональное назначение: дис. ... докт. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2014.
3. Алиева К.М. Роль Совета директоров акционерного общества при совершении сделок, выходящих за пределы его обычной хозяйственной деятельности. Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва. 2005.
4. Васильев А.А. Правовая доктрина как источник права: историко-теоретические вопросы. Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.01. Барнаул. 2007.
5. Вячеславов В.А. Распределение рисков в договорных обязательствах: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2008.
6. Гурвич Н.И. Стратегии хеджирования товарных сделок на рынках нефти и нефтепродуктов: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. Санкт-Петербург, 2002.
7. Жуковский В.М. Правовое регулирование инвестиций в биржевую деятельность: на примере рынка ценных бумаг: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2007.
8. Кандыбка А.И. Правовое регулирование биржевых сделок на фондовом рынке: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Ростов-на-Дону, 2001.
9. Кашанин А.В. Кауза сделки в гражданском праве: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2003.

10. Костякова Е.А. Финансовые инструменты в налоговом праве. Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.04. Москва. 2015.
11. Круглов А.В. Эволюция инструментов хеджирования: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. Санкт-Петербург, 1996.
12. Милованов И.Ю. Хеджирование финансовых рисков российскими компаниями на рынке производных финансовых инструментов: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. Ростов-на-Дону, 2012.
13. Парфенов И.А. Управление холдингом в нефтегазовом комплексе (Правовые аспекты). Дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.13. Тюмень. 1999.
14. Петросян Э.С. Правовое регулирование биржевых сделок: На примере фьючерсного контракта: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2003.
15. Сарайкин С.В. Правовое регулирование фьючерсного рынка: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2002.
16. Саркисян М.Р. Биржевое посредничество по законодательству Российской Федерации: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Краснодар, 2000.
17. Скороход А.Ю. Хеджирование рисков инвесторов фьючерсами и опционами: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. Санкт-Петербург, 2003.
18. Сойфер Т.В. Сделки в биржевой торговле: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 1996.
19. Соколов П.И. Эффективное хеджирование на основе эконометрической оценки взаимосвязи валютных курсов: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. Москва, 2010.
20. Толчинский М.А. Правовое регулирование биржевых сделок на фондовом рынке: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 2007.
21. Фомичева Н.В. Правовое регулирование создания и деятельности акционерных обществ: Автореф. дис. ... канд. юрид. наук. - Саратов, 2000.

22. Шеленкова Н.Б. Правовая природа биржевых опционных операций: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03. Москва, 1994.

6. Статьи в периодических изданиях и сборниках

1. Белов В.А. Игра и пари как институты гражданского права. // Законодательство. 1999. № 9.
2. Витрянский В. Срочные сделки в сфере биржевой торговли и на финансовых рынках // Хозяйство и право. № 11. 2007.
3. Губин Е.П., Лаутс Е.Б. Производные финансовые инструменты и срочный рынок: понятие и правовое регулирование (лекция в рамках учебного курса «Предпринимательское право») // Предпринимательское право. Приложение «Бизнес и право в России и за рубежом». 2012. № 2.
4. Губин Е.П., Шерстобитов А.Е. Расчетный форвардный контракт: теория и практика // Законодательство. 1998. № 10.
5. Ем В.С., Козлова Н.В. Биржа как организатор торговли // Коммерческое право: актуальные проблемы и перспективы развития: Сборник статей к юбилею профессора Пугинского Б.И. / Сост. Абросимова Е.А., Филиппова С.Ю. М.: Статут. 2011.
6. Ключарева Е.М. Правило защиты делового решения в делах о привлечении к ответственности директоров: законодательство и практика штата Делавэр (США), Германии и России // Закон, 2015. № 11.
7. Кожевникова С.И. Проблемные аспекты внедрения МСФО в России // Актуальные проблемы российского права. 2014. № 5.
8. Кругляк З.И. Взаимодействие систем бухгалтерского и налогового учета: международный опыт и российская практика // Все для бухгалтера. 2007. № 15.
9. Кулаков В.В. Разумный баланс интересов как цель гражданско-правового регулирования // Российское правосудие. 2016. № 1.

10. Ломакин Д.В. Крупные сделки в гражданском обороте // Законодательство. 2001. № 3.
11. Матузов Н.И. Понятие и основные приоритеты российской правовой политики // Правоведение. № 4. 1997.
12. Санникова И.Н., Рудакова Т.А., Татарникова Э.В. Риски реального сектора экономики в контексте региональной экономической безопасности // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. № 20(305). 2015.
13. Селивановский А.С. Биржевые договоры // Хозяйство и право. 2013. №. 10.
14. Селивановский А. С., Суслов Р. Э. Процентные свопы: бег на месте с препятствиями // Хозяйство и право. 2014. № 8.
15. Скачков Н.Г. Квалифицирующие признаки хеджирования как инструмента минимизации рисков трансграничной морской перевозки опасных грузов // Актуальные проблемы российского права. 2015. № 5.
16. Собчак А.А. О некоторых спорных вопросах общей теории правовой ответственности // Правоведение. 1968. № 1.
17. Суханов Е.А. О судебной защите форвардных контрактов. О статье Е.П. Губина и А.Е. Шерстобитова «Расчетный форвардный контракт: теория и практика» // Законодательство. 1998. № 11.
18. Amihud Y., Lev B. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers // The Bell Journal of Economics Vol. 12, No. 2. Autumn, 1981.
19. Bainbridge S.M. Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes // 19 Pepperdine Law Review. 1992.
20. Bainbridge S.M. The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine // 57 Vanderbilt Law Review. 2004.
21. Becker B., Mazur Fr.-I. Risk Management of Financial Derivative Products: Who's Responsible for What? // 21 The Journal of Corporation Law. 1995-1996.

22. BERNARD D.A. et al. Credit Derivatives: Usage, Practice and Issues // Advanced Swaps & Other Derivatives. 2009.
23. Bliss R.R., Steigerwald R.S. Derivatives Clearing and Settlement: A Comparison of Central Counter-parties and Alternative Structures // Economic Perspectives, Vol. 30, No. 4, Fourth Quarter 2006.
24. Bratton W.W., Jr. The «Nexus of Contracts» Corporation: A Critical Appraisal // 74 Cornell Law Review. 1989.
25. Culp C.L. Credit Risk Management Lessons From Enron // Corporate Aftershock: The Public Policy Lessons From the Collapse of Enron and Other Major Corporations. Wiley. 2003.
26. Dodd R. Consequences of Liberalizing Derivatives Markets // Capital Market Liberalization and Development (José Antonio Ocampo & Joseph E. Stiglitz eds.), Oxford Scholarship Online. 2008.
27. Duffie D., Zhu H. Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk? // Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 46; Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 2022. April 27, 2011.
28. Duffie D., Li A., Lubke T. Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure // Fed. Res. Bank of N.Y., Staff Report No. 424, 2010.
29. Furtado E. P.H., Karan V. Causes, Consequences, and Shareholder Wealth Effects of Management Turnover: A Review of the Empirical Evidence // Financial Management. Vol. 19, No. 2. 1990.
30. Greenwald B.C., Stiglitz J.E. Asymmetric Information and the New Theory of the Firm: Financial Constraints and Risk Behavior // American Economic Review, 1990, vol. 80.
31. Haene P., Sturm A. Optimal Central Counterparty Risk Management // Swiss National Bank, Working Paper No. 2009-7, 2009.

32. Hu H. T.C. Hedging Expectations: Derivative Reality and the Law and Finance of the Corporate Objective // 73 Texas Law Review. 1995.
33. Hu H. T.C. Misunderstood Derivatives: The Causes of Informational Failure and the Promise of Regulatory Incrementalism // 102 Yale Law Journal. 1993.
34. Krawiec K. D. Derivatives, Corporate Hedging and Shareholder Wealth: Modigliani-Miller Forty Years Later // University of Illinois Law Review, Vol. 1998, No. 1.
35. Krawiec K.D. More Than Just «New Financial Bingo»: a Risk-Based Approach to Understanding Derivatives // The Journal of Corporation Law. Volume 23. 1997. Number 1.
36. Levy H., Sarnat M. Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case For Conglomerate Mergers // 25 Journal of Finance. 1970.
37. Macey J.R. Derivative Instruments: Lessons for the Regulatory State // 21 Journal of Corporation Law. 1996.
38. Markham J.W. The Commodity Exchange Monopoly - Reform Is Needed // 48 Washington and Lee Law Review. 1991.
39. Mayers D., Smith C.W. On the Corporate Demand for Insurance // The Journal of Business, Vol. 55, No. 2. 1982.
40. McBride P.M. The Dodd-Frank Act and OTC Derivatives: The Impact of Mandatory Central Clearing on the Global OTC Derivatives Market // The International Lawyer, Vol. 44, No. 4 2010.
41. Mian S.L. Evidence on Corporate Hedging Policy // The Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol. 31, No. 3, 1996.
42. Nance D.R., Smith C.W., Smithson C.W. On the Determinants of Corporate Hedging // The Journal of Finance. Vol. 48 № 1. 1993.
43. Romano R. A Thumbnail Sketch of Derivative Securities and Their Regulation // 55 Maryland Law Re-view. 1996.

44. Roll R., Ross S.A. The Arbitrage Pricing Theory Approach to Strategic Portfolio Management // Financial Analysts Journal, May-June 1984.
45. Schizer D.M. Executive Stock Options and Derivatives: Tax as Corporate Governance Ally // Columbia Law School, Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 147. November 7, 1999.
46. Tufano P. Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry // Journal of Finance, vol. 51, issue 4, 1996.
47. Weber E.J. A Short History of Derivative Security Markets // University of Western Australia, Discussion Paper 08.10. June 2008.

7. Учебная и справочная литература

1. Абросимова Е.А. Организаторы торгового оборота: учеб. пособие. М.: Волтерс Клувер. 2011.
2. Белых С.В., Кривошеев И.В., Митричев И.А. Страхование право. М.: Норма, 2009.
3. Буренин А.Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки. М.: Тривола, 1994.
4. Дегтярева О.И. Биржевое дело: Учебник для вузов. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.
5. Ивлев Ю.В. Логика для юристов: Учеб. для вузов. М.: Дело. 2000.
6. Капитоненко В.В. Инвестиции и хеджирование: Учебно-практическое пособие для вузов. М.: «Издательство ПРИОР», 2001.
7. Коммерческое право: учебник для академического бакалавриата. Под общ. ред. Б. И. Пугинского, В. А. Белова, Е. А. Абросимовой. М. : Издательство Юрайт, 2016.
8. Корпоративное право: учебник / Е.Г. Афанасьева, В.Ю. Бакшинская, Е.П. Губин и др.; отв. ред. И.С. Шиткина. М: КНОРУС, 2015.
9. Куракин Р.С. Биржевое право: учеб. пособие. Том II. М.: Юрлитинформ, 2011.

10. Новицкий И.Б. Римское право. М.: ТЕИС, 2002.
11. Поваров Ю.С. Акционерное право России. М.: Издательство Юрайт, 2009.
12. Пугинский Б.И. Коммерческое право: учебник. М.: ИКД «Зерцало-М». 2013.
13. Российское гражданское право: Учебник: в 2 т. Том I. Отв. ред. Е.А. Суханов. М.: Статут, 2014.
14. Селивановский А.С. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. М. : Издательский дом НИУ ВШЭ, 2014.
15. Энциклопедия эпистемологии и философии науки. М.: «Канон+» РООИ «Реабилитация», 2009.
16. Black's Law Dictionary. Ninth edition. West. 2009.

8. Электронные издания

1. Bank for International Settlements - <http://www.bis.org/>.
2. Commodity Futures Trading Commission - <http://www.cftc.gov/index.htm>.
3. Peterson S. There's a Derivative in Your Cereal. The Atlantic, July 29, 2010. – [Электронный документ]. – URL: <http://www.theatlantic.com/business/archive/2010/07/theres-a-derivative-in-your-cereal/60582/> (по состоянию на: 12.08.2017).
4. Understanding Derivatives: Markets and Infrastructure. A reference book about derivatives published by the financial markets group. Federal Reserve Bank of Chicago. – [Электронный документ]. – URL: <https://chicagofed.org/publications/understanding-derivatives/index> (по состоянию на: 17.01.2016).