

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
имени М.В. ЛОМОНОСОВА

На правах рукописи

Долганин Александр Александрович

Правовое регулирование хеджирования

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

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени

кандидата юридических наук

Москва – 2018

Работа выполнена на кафедре коммерческого права и основ правоведения
юридического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова

Научный руководитель: — *Абросимова Елена Антоновна,
доктор юридических наук, доцент, заведующий
кафедрой коммерческого права и основ правоведения*

Официальные оппоненты: — *Козлова Наталия Владимировна,
доктор юридических наук, профессор,
Федеральное государственное образовательное
учреждение высшего образования «Московский
государственный университет имени М. В.
Ломоносова», кафедра гражданского права,
профессор*

*Кулаков Владимир Викторович,
доктор юридических наук, профессор,
Федеральное государственное бюджетное
образовательное учреждение высшего образования
«Российский государственный университет
правосудия», кафедра гражданского права,
заведующий кафедрой*

*Селивановский Антон Сергеевич,
кандидат юридических наук, доцент,
Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение высшего образования
«Российский Национальный исследовательский
университет «Высшая школа экономики», кафедра
гражданского и предпринимательского права, доцент*

Защита диссертации состоится «23» мая 2018 г. в 15 часов 00 минут на заседании диссертационного совета МГУ.12.03 Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова по адресу: Москва, Ленинские горы, д.1, стр.13-14, 4-й учебный корпус, Юридический факультет, ауд. 536а.

E-mail: dissovet@law.msu.ru

С диссертацией можно ознакомиться в отделе диссертаций научной библиотеки МГУ имени М.В. Ломоносова (Ломоносовский просп., д. 27) и на сайте ИАС «ИСТИНА»: <https://istina.msu.ru/dissertations/109308402/>

Автореферат разослан «___» _____ 20__ г.

Ученый секретарь
диссертационного совета,
доктор юридических наук

Д.В. Ломакин

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

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 хозяйственной (прежде всего, 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

⁴ Шиишин 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.

широкие возможности по управлению рисками для, например, производителей 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, а его регулирование, по сути, отсутствует.

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.

Поэтому представляется весьма целесообразным рассмотрение понятия 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.

Цель 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 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.

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.

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.

II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во **введении** обосновывается актуальность избранной темы диссертационного исследования, характеризуется степень ее научной разработанности, определяются цели и задачи, предмет и объект исследования, раскрывается методологическая и теоретическая основы диссертационного исследования, а также обосновываются научная новизна диссертации, ее теоретическая и практическая значимость, формулируются основные положения, выносимые на защиту, приводятся данные апробации результатов, полученных в ходе исследования.

Глава 1 **«Хеджирование как объект правового регулирования»** содержит два параграфа.

В первом параграфе **«Основные подходы к понятию хеджирования»** сложное и многоаспектное понятие хеджирования исследуется с точки зрения различных подходов (условно именуемых автором в качестве «целевого», «инструментального», «структурно-функционального» («синтетического»)), каждый из которых позволяет выделить и всесторонне проанализировать с позиции юридической науки отдельно взятый аспект хеджирования, имеющий значения для правового регулирования. Анализируются примеры использования данных подходов как в зарубежной, так и в отечественной правовой доктрине.

«Целевой» подход исходит из того, что хеджирование - есть экономическая цель заключения деривативных договоров, направленная на сокращение рисков, возникающих при осуществлении участниками гражданского оборота предпринимательской и (или) иной экономической деятельности и проистекающих из нежелательного изменения цен, иных стохастических показателей, наступлением случайных событий, которые могут повлечь за собой неблагоприятные имущественные последствия. Данная цель проистекает из рационального стремления хозяйствующих субъектов к стабильности, сокращению необоснованных издержек, защите от неблагоприятных условий, что составляет наиболее общий мотив хеджирования.

С точки зрения «целевого» подхода хеджирование, подобно страхованию, надлежит считать одним из способов элиминирования риска. В связи с этим хеджирование, равно как и страхование, характеризуется некоторыми важными юридическими признаками: 1) наличием риска, вызывающего появление частного интереса в защите от последствий реализации риска, 2) единой целью, связанной с достижением общего состояния защищенности от риска, независимо от конкретного случайного показателя или события, порождающего данный риск, или от конкретного неблагоприятного имущественного последствия в случае реализации такого риска. Единая цель хеджирования может объединять в 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 хозяйственной (прежде всего, предпринимательской) деятельности. Эта деятельность осуществляется с помощью правовых средств - биржевых и внебиржевых деривативов. Сокращение рисков до приемлемого уровня достигается заключением «компенсирующих» деривативных договоров, то есть отрицательно коррелирующих в части получаемого по договорам денежного предоставления, противоположных по отношению к уже заключенным или будущим сделкам в рамках основной хозяйственной деятельности.

Хеджирование заведомо ограничивает прибыль от предпринимательской деятельности ради минимизации риска и, таким образом, само по себе не является предпринимательством - 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.

«Структурно-функциональный» («синтетический») подход позволяет 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).

В результате комплексного изучения понятия хеджирования с позиции всех вышеуказанных подходов автором были выявлены два ключевых признака хеджирования, необходимых для его правовой 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.

Во втором параграфе **«Хеджирование как способ управления рисками: корпоративный аспект»** рассматриваются юридические аспекты хеджирования как способа управления рисками отдельно взятого корпоративного юридического лица.

Хеджирование, реализуемое заключением деривативных договоров, является одним из способов управления рисками на уровне конкретной корпорации, наряду с созданием предпринимательских объединений, реорганизацией, страхованием имущества и гражданской ответственности и иными способами, осуществляемыми при помощи правовых инструментов. Вместе с тем, хеджирование, обеспечивая стабильность финансового состояния корпорации и предотвращая появление признаков банкротства, одновременно ограничивает получение прибыли от предпринимательской деятельности. В связи с этим хеджирование ставит перед корпоративным правом ряд рассматриваемых в данном параграфе значимых вопросов - в частности, соотношение и возможное

противоречие между интересами участников корпорации в увеличении прибыли и интересами её наемных работников, руководителей, контрагентов и иных заинтересованных лиц (англ. «stakeholders»), связанных с максимально длительным и стабильным существованием корпорации.

В работе анализируются преимущества хеджирования по сравнению с иными способами сокращения риска, соотношение хеджирования с обычным кругом юридических обязанностей руководителя юридического лица, исследуется влияние хеджирования на систему договорных связей корпоративного юридического лица, отмечается значение политики хеджирования как специального локального нормативного акта. Рассматриваются те особенности хеджирования, которые позволяют ему обеспечивать потребности всех участников корпорации, снижая тем самым возможность возникновения конфликта интересов между различными группами участников, между участниками и иными заинтересованными лицами («stakeholders») в связи с осуществлением хеджирования.

Делается вывод о том, что в контексте функционирования отдельно взятой корпорации хеджирование представляет собой осуществляемый юридическим лицом при помощи правовых средств (деривативных договоров) способ сокращения рисков, который должен реализовываться 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 («stakeholders»).

Глава II **«Правовое регулирование хеджирования в зарубежных правовых порядках»** содержит три параграфа.

В первом параграфе **«Правовое регулирование хеджирования в США»** выявляются и анализируются особенности, формы и способы правового регулирования хеджирования в США - как на законодательном, так и на подзаконном уровне.

В работе изучены соответствующие нормы, закрепленные, в частности, в Законе о товарных биржах (Commodity Exchange Act (1936)¹¹), Законе Додда-Франка (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2008)¹²), Законе о фондовых биржах (Securities Exchange Act (1934)¹³).

В результате систематизации и обобщения изученных норм автором выделены следующие основные формы регулирования хеджирования на законодательном уровне в США:

1. Нормы частноправового характера, раскрывающие понятие хеджирования и устанавливающие его квалифицирующие признаки;
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 свопов, освобождение от обязательных клиринговых процедур, освобождение от лимитов, устанавливаемых в рамках борьбы с чрезмерной спекуляцией, и др.);
3. Нормы, устанавливающие меры государственной поддержки и поощрения хеджирования;
4. Иные нормы, регулирующие отдельные вопросы, связанные с осуществлением хеджирования (например, включение хеджеров в консультативные органы при Комиссии по торговле товарными фьючерсами (англ. «Commodity Futures Trading Commission», далее - «CFTC»), раскрытие информации о хеджировании, осуществляемом работниками и членами совета директоров эмитента, и др.).

Также в работе исследуется подзаконный уровень регулирования хеджирования, представленный в Правилах CFTC (англ. «CFTC regulations») ¹⁴,

¹¹ Commodity Exchange Act of 1936 // Public Law 74-675, 74th Congress, H. R. 6772.

¹² Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 // Public Law 111-203, H.R. 4173.

¹³ Securities Exchange Act of 1934 // Public Law 73-291, 48 Stat. 881.

¹⁴ Code of Federal Regulations (далее - «CFR») Title 17 Chapter I. См.: URL: <http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text->

дополняющих и детализирующих законодательство о торговле на товарных и фондовых биржах.

Анализ подзаконного регулирования хеджирования в США позволяет сделать вывод об использовании CFTC нескольких основных способов нормативной регламентации соответствующих экономических отношений:

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

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

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

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

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

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 хеджирования.

В параграфе исследуется не только регулирование хеджирования в рамках биржевой торговли, но и правовые аспекты хеджирования внебиржевыми деривативными договорами.

Делается вывод о том, что 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. При этом законодательный опыт США, будучи наглядным 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.

Во втором параграфе **«Правовое регулирование хеджирования в Европейском союзе и национальных правовых порядках европейских государств»** рассматриваются особенности форм правового регулирования хеджирования в законодательстве Европейского союза и некоторых европейских государств.

Исследуются нормы Регламента об инфраструктуре европейского рынка от 4 июля 2012 года (European Market Infrastructure Regulation on derivatives, central counterparties and trade repositories, далее «EMIR»)¹⁵, Делегированного регламента Комиссии (ЕС) № 149/2013 от 19 декабря 2012 года¹⁶, Директивы 2014/65/EU от

¹⁵ 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.

¹⁶ 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.

15 мая 2014 года (MiFID II)¹⁷, законов Королевства Дания, Республики Кипр, Швейцарской Конфедерации.

Проведенный анализ позволил 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.

В третьем параграфе **«Зарубежный опыт правового регулирования хеджирования: основные выводы»** подводятся итоги проведенного в первых двух параграфах исследования зарубежного опыта правового регулирования хеджирования, делаются общие, наиболее важные выводы.

В зарубежном опыте правового регулирования наглядно проявляется выделенный и проанализированный в первой главе настоящей работы «структурно-функциональный» («синтетический») подход, рассматривающий хеджирование в качестве объекта регулирования с учетом функционального разделения рынка деривативов. Правовое регулирование хеджирования в рассмотренных правовых порядках - есть результат поиска баланса между ограничением, сдерживанием спекулятивной составляющей рынка производных финансовых инструментов и стимулированием, поощрением заключения деривативных договоров в целях хеджирования.

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;

¹⁷ 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.

2) стимулировании и поощрении хеджирования, которые, в свою очередь, можно именовать «стимулирующим направлением» регулирования.

Второе направление особенно наглядно проявляется в таком регулировании рынка внебиржевых деривативов, которое создает 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 США, «деривативный договор, объективно сокращающий риски» в Делегированном регламенте ЕС № 149/2013 от 19 декабря 2012 года).

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;

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 III **«Проблемы и перспективы правового регулирования хеджирования в России»** содержит два параграфа.

В первом параграфе **«Общая характеристика правового регулирования хеджирования в России»**, с учетом рассмотренных теоретических подходов к понятию хеджирования и изученного зарубежного опыта, раскрывается и анализируется актуальное состояние правового регулирования хеджирования в России, выявляются основные особенности и проблемы.

В параграфе обоснован вывод о том, что общие категории современного правового регулирования хеджирования в России, закрепленные в публично-правовых нормах, - «операции хеджирования» и «объект хеджирования» - не являются корректными с точки зрения и теоретических подходов к понятию хеджирования, и зарубежного опыта правового регулирования. Существующая в текущем законодательстве модель формализации общих положений о хеджировании не может являться основой адекватного и эффективного правового регулирования хеджирования - и в связи с её недостатками содержательного и юридико-технического характера, и ввиду необходимости закрепления основных положений о хеджировании (прежде всего, его квалифицирующих признаков) в частноправовых нормах - в общем, универсальном для всего правопорядка качестве, а не исключительно для специальных целей публичного характера.

Хеджирование 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 только и не столько профессиональными участниками финансовых рынков, сколько любыми хозяйствующими субъектами,

не являющимися финансовыми организациями, что позволяет считать хеджирование общей категорией гражданского оборота.

В контексте рассмотрения хеджирования в системе способов управления рисками отдельно взятого юридического лица делается 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.

Во втором параграфе **«Перспективы правового регулирования хеджирования в России»** на основе рассмотренной общей характеристики нормативной регламентации хеджирования, критического анализа особенностей российского законодательства (в частности, правового регулирования внебиржевого рынка деривативов (производных финансовых инструментов) в рамках гражданского законодательства) оцениваются перспективы правового регулирования хеджирования в России, выдвигается ряд предложений по совершенствованию законодательства.

В работе обосновывается, что с точки зрения использования внебиржевых деривативов в целях хеджирования современная редакция пункта 2 статьи 1062 Гражданского кодекса Российской Федерации¹⁸ (далее - «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, являющихся индивидуальными предпринимателями.

¹⁸ Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 26.01.1996 № 14-ФЗ // СЗ РФ. 29.01.1996. № 5. ст. 410.

В связи с вышесказанным представляется целесообразным дифференцировать положения пункта 2 статьи 1062 ГК РФ, с учетом разделения рынка деривативов на хеджирующую и спекулятивную составляющие в рамках «структурно-функционального» подхода к понятию хеджирования. Одним из вариантов возможной дифференциации является указание на хеджирующие производные финансовые инструменты посредством бланкетной отсылки на их общее понятие, в соответствии с которым: 1) обязательства, проистекающие из хеджирующих производных финансовых инструментов (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 производных финансовых инструментов (деривативов).

Российское правовое регулирование характеризуется полным отсутствием каких-либо общих нормативных положений о хеджировании в рамках частноправового регулирования и фрагментарным наличием регулятивных мер поощрения хеджирования исключительно в публично-правовых актах. При этом ранее в настоящем диссертационном исследовании было установлено, что модель регулирования общих положений о хеджировании, закреплённая в настоящее время в актах публично-правового характера, не соответствует как теоретическим подходам к понятию хеджирования, так и зарубежному опыту правового регулирования. В связи с этим предлагается и обосновывается закрепление общего понятия хеджирующего производного финансового инструмента в одном из ключевых нормативных актов российского законодательства, регулирующих рынок производных финансовых инструментов, на основе двух квалифицирующих признаков хеджирования, выявленных и сформулированных в первой главе настоящей работы.

В заключении подводятся итоги выполненного диссертационного исследования.

По итогам настоящего исследования автором опубликованы следующие статьи по теме диссертации 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:

1. Долганин А.А. Новеллы Гражданского кодекса РФ об опционах: хеджирование или дисбаланс интересов? // Законодательство. 2015. № 10. С. 51–60 (0,88 п.л.).
2. Долганин А.А. Эволюция правового регулирования биржевой торговли в России // Вестник Московского университета. Серия 11: Право. 2016. № 3. С. 100–112 (1,5 п.л.).
3. Долганин А.А. К вопросу о понятии хеджирования в российской правовой доктрине // Гражданское право. 2016. № 6. С. 43–46 (0,5 п.л.).
4. Долганин А.А. Основные подходы к понятию хеджирования // Законодательство. 2017. № 2. С. 29–35 (0,61 п.л.).
5. Долганин А.А. Законодательное регулирование хеджирования в США: основные направления и особенности // Юридический мир. 2017. № 10. С. 64–68 (0,63 п.л.).
6. Долганин А.А. Правовые аспекты хеджирования внебиржевыми деривативными договорами (на примере США) // Законодательство. 2018. № 1. С. 67–76 (0,87 п.л.).
7. Долганин А.А. Правовое регулирование хеджирования в России: общая характеристика и основные проблемы // Всероссийский научный журнал «Вопросы правоведения». 2018. № 1. С. 10–29. (1,63 п.л.).