УЧЕБНИКИ ВШЭ

А.С. СЕЛИВАНОВСКИЙ

ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Второе издание, переработанное

ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ДОМ
ВЫСШЕЙ ШКОЛЫ ЭКОНОМИКИ

МОСКВА, 2025

УДК 347.73(075.8)
ББК 67.402я7
С29

https://elibrary.ru/emfpji

Рукопись подготовлена в рамках грантового проекта НИУ ВШЭ
по изданию авторских учебников

Р е ц е н з е н т ы :

доктор экономических наук, профессор, научный руководитель кафедры инфраструктуры финансовых рынков факультета экономических наук Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»
Н.И. Берзон;

кандидат юридических наук, управляющий директор комплаенс ПАО «Сбербанк», член юридического комитета ПАО «Московская Биржа», член комитета по стандартам по брокерской деятельности при Банке России, член дисциплинарного комитета СРО НАУФОР
Д.Н. Хейло

Селивановский, А. С.

С29 Правовое регулирование рынка производных финансовых инструментов [Текст] : учебник / А. С. Селивановский ; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». — 2-е изд., перераб. — М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2025. — 358, [2] с. — (Учебники Высшей школы экономики). — 500 экз. — ISBN 978-5-7598-4128-9 (в пер.). — ISBN 978-5-7598-4084-8 (e-book).

В учебнике изложены все смысловые элементы рынка производных финансовых инструментов. Рассмотрены основные деривативные конструкции (форвард, фьючерс, опцион, своп), формы ПФИ — договоры-ПФИ и ценные бумаги со встроенным деривативом, простые и сложные сделки ПФИ, документация по сделкам, заключение генеральных соглашений, применение ликвидационного неттинга. Раскрыты особенности основных групп ПФИ (товарные, валютные, процентные, кредитные, фондовые) и проблема добросовестности участников на рынке. Подробно проанализированы все известные судебные споры из-за ПФИ как в России, так и за рубежом.

Учебник не утрачивает актуальности, несмотря на изменения финансового рынка в 2022 г.: у многих российских компаний есть хеджирующие сделки, заключенные ранее, и в связи с серьезными экономическими потрясениями участникам рынка придется пересматривать условия таких сделок.

Для студентов, аспирантов и преподавателей юридических вузов, специалистов-практиков в области финансовых рынков, а также для всех интересующихся данной тематикой.

УДК 347.73(075.8)
ББК 67.402я7

Опубликовано Издательским домом Высшей школы экономики
http://id.hse.ru

doi:10.17323/978-5-7598-4128-9

ISBN 978-5-7598-4128-9 (в пер.)
ISBN 978-5-7598-4084-8 (e-book)

© Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 2022; 2025

Оглавление

Введение ... 9
Принятые сокращения ... 12

Глава 1. ОСНОВНЫЕ КОНСТРУКЦИИ ДЕРИВАТИВОВ ... 16
1.1. Форвардные договоры ... 16
1.2. Фьючерсные договоры ... 19
1.3. Опционные договоры ... 22
1.4. Своп-договоры ... 30
1.5. Расчетные и поставочные деривативы ... 33
1.6. Формы ПФИ ... 36
1.7. Простые и сложные деривативы ... 42
1.8. Связь рынка деривативов и наличного рынка ... 45

Глава 2. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ О ДЕРИВАТИВАХ ... 48
2.1. Зачем нужны деривативы ... 48
2.2. Деривативы в законах ... 52
2.3. Ключевые споры по деривативам в российских судах ... 57
2.4. Понятие «производный финансовый инструмент» ... 76
2.5. Основные элементы деривативов ... 79
2.6. Биржевые и внебиржевые деривативы ... 82
2.7. Неттинг ... 83

Глава 3. ДЕРИВАТИВЫ И ДРУГИЕ СХОДНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА ... 90
3.1. ПФИ vs ценные бумаги ... 90
3.2. ПФИ vs игры и пари ... 91
3.3. ПФИ и договоры страхования ... 92
3.4. ПФИ и договоры купли-продажи ... 94
3.5. ПФИ и договоры с определимым объемом обязательства ... 95
3.6. ПФИ и независимые гарантии ... 95

Глава 4. УЧАСТНИКИ РЫНКА ДЕРИВАТИВОВ ... 97
4.1. Хеджеры и спекулянты, арбитражеры ... 97
4.2. Хеджирование ... 97
4.3. Судебная защита требований из деривативов ... 104
4.4. Деление участников рынка на квалифицированных и неквалифицированных инвесторов ... 106
4.5. Договор о брокерском обслуживании ... 110

4.6. Сильная и слабая стороны в деривативном договоре 114
4.7. Обязанности профессионалов при заключении договора с неквалифицированными инвесторами 119
4.8. Добросовестность сторон 123
4.9. Заключение деривативных сделок с физическими лицами 127
4.10. Тестирование физических лиц — неквалифицированных инвесторов 131
4.11. Банк России 133
4.12. Саморегулируемые организации на рынке деривативов 136

Глава 5. БИРЖЕВОЙ РЫНОК ДЕРИВАТИВОВ 139

5.1. Общие положения о биржевых деривативах 139
5.2. Участники биржевого рынка деривативов 140
5.3. Спецификации ПФИ 142
5.4. Заключение ПФИ на биржевых торгах. Центральный контрагент 144
5.5. Гарантийное обеспечение 148
5.6. Исполнение обязательств. Закрытие открытых позиций 149
5.7. Клиринг 153
5.8. Механика допуска клиента на биржу 154

Глава 6. ВНЕБИРЖЕВОЙ РЫНОК ДЕРИВАТИВОВ 159

6.1. Причины обращения на внебиржевой рынок 159
6.2. Стандартная документация для внебиржевых деривативов 159
6.3. RISDA 161
6.4. Связь деривативов с хеджируемыми обязательствами 173
6.5. Добросовестность сторон на внебиржевом рынке 175
6.6. Трансграничные споры из внебиржевых сделок 199
6.7. Рынок стандартизированных ПФИ 199

Глава 7. ВАЛЮТНЫЕ ДЕРИВАТИВЫ 201

7.1. Расчетный форвардный контракт 201
7.2. Валютный своп 204
7.3. Валютный поставочный опцион с барьерным условием 208
7.4. Что такое операции на Форексе? 211
7.5. Форекс-дилеры 212

Глава 8. ПРОЦЕНТНЫЕ ДЕРИВАТИВЫ 219

8.1. Процентные ставки 219
8.2. Процентные свопы (IRS) 223
8.3. Процентные фьючерсы 228
8.4. Процентные опционы (кэпы и флоры) 230
8.5. Соглашение о будущей процентной ставке (FRA) 231

Глава 9. ТОВАРНЫЕ И ПОГОДНЫЕ ДЕРИВАТИВЫ ... 233
9.1. Товарные деривативы ... 233
9.2. Энергетические деривативы ... 237
9.3. Погодные деривативы ... 238

Глава 10. КРЕДИТНЫЕ И ФОНДОВЫЕ ДЕРИВАТИВЫ ... 242
10.1. Кредитный риск и кредитные деривативы ... 242
10.2. Кредитный дефолтный своп (CDS) ... 243
10.3. Кредитные ноты (CLN) ... 248
10.4. Кредитные деривативы (CDS и CLN) — инструменты синтетической секьюритизации ... 250
10.5. Структурные облигации ... 252
10.6. Своп на совокупный доход (TRS) ... 253
10.7. Фондовые деривативы ... 255
10.8. Фьючерсы и опционы на индексы ... 257

Приложения

Приложение 1. Кейсы ... 262
П.1.1. Кейс РФК — сделка пари (1999) ... 262
П.1.2. Дело об оспаривании отказа в судебной защите деривативам, рассмотренное Конституционным Судом Российской Федерации (2002) ... 263
П.1.3. Кейс Эрмитаж Девелопмент против ЮниКредит Банка (2013) ... 266
П.1.4. Кейс Агротерминал против ЮниКредит Банка (2013) ... 268
П.1.5. Проект информационного письма ВАС РФ (2013) ... 271
П.1.6. Постановление о свободе договора ... 274
П.1.7. Кейс Платинум Недвижимость против Банка Москвы (2016) ... 277
П.1.8. Кейс Транснефть против Сбербанка (2017) ... 284
П.1.9. Кейс CLN Банка «Траст» (2014–2018) ... 292
П.1.10. Кейс Альфа-Банк против ВСП ПРОЦЕССИНГ по внебиржевым валютным форвардным договорам (2012–2015) ... 296
П.1.11. Дело Долг-Контроль ... 299
П.1.12. Кейс Ille Papier-Service GmbH, или Дело о лестничном свопе на процентный спред (2010) ... 303
П.1.13. Кейс Goldman Sachs — Abacus 2007-AC1 (2017) ... 306
П.1.14. Кейс UBS — стратегия Yield Enhancement Strategy, YES (2020) ... 309
П.1.15. Кейс LTCM ... 314
П.1.16. Кейс РусГидро — ВТБ ... 318
П.1.17. Дело Сбербанк против ДиСиЛоджик из валютных форвардов (2022–2023) ... 321

П.1.18. Кейс Сбербанк против СМП-Нефтегаз 324
П.1.19. Кейс Сбербанк против «Трансойл» (2022–2024) 329
П.1.20. Кейс Сбербанк против НК «ЯНГПУР» (2022–2024) 333
П.1.21. Дело Русский Уголь против ОТП Банка (2023–2024) 340

Приложение 2. Терминологический справочник 345

Использованная литература 351

Введение

С темой срочных сделок[1] я впервые столкнулся в конце XX в., когда работал в группе банковского аудита компании Price Waterhouse: коллеги-аудиторы приходили посоветоваться по вопросам регулирования этих обязательств для целей адекватного учета рисков и их корректного отражения в финансовой отчетности. Особенно яркое воспоминание оставил один российский банк, который в 1997 и 1998 гг. заключал с иностранными банками расчетные форвардные контракты на курс рубля к доллару США, а 2 сентября 1998 г. (после объявленного Россией дефолта по государственным облигациям) издал внутреннее распоряжение, в котором определил все такие контракты сделками пари, списав все эти обязательства с баланса. При этом до августа 1998 г. банк получал выплаты по таким контрактам, но в связи с резким падением курса рубля к доллару США осенью 1998 г. уже сам должен был осуществить огромные платежи.

Позднее я участвовал в подготовке российского законодательства о производных финансовых инструментах, разрабатывал для «дочки» иностранного банка стандартную документацию для срочных сделок, проводил некоторые исследования в области деривативов, участвовал в обсуждении различных вопросов, касающихся таких сделок. В процессе работы меня все время беспокоило, что вопросы эти очень сложные, их следует рассматривать во взаимосвязи с другими, при этом четко уяснив, чтó обсуждается и какие ставятся цели. Свои сомнения я изложил в нескольких статьях, посвященных правовому регулированию деривативов[2], и выступлениях на различных мероприятиях.

---

[1] В настоящей работе в основном используется термин «дериватив», иногда — «производные финансовые инструменты», реже — «срочные сделки». Это вызвано лишь стремлением к экономичности изложения.

[2] *Селивановский А.С., Суслов Р.Э.* Процентные свопы: бег на месте с препятствиями // Хозяйство и право. 2014. № 8; *Селивановский А.С.* Правовое регулирование рынка ценных бумаг. М.: Изд. дом ВШЭ, 2014 (гл. 4); *Селивановский А.* Конфликт интересов у управляющего на рынке ценных бумаг // Закон. 2011. № 12; *Селивановский А.* Производные финансовые инструменты и конфликт интересов // Хозяйство и право. 2011. № 12; *Селивановский А.* Некоторые соображения о «русской ISDA» // Хозяйство и право. 2009. № 10; *Селивановский А.* Зачет, взаимозачет, неттинг? // Хозяйство и право. 2009. № 9; *Селивановский А.* Рамочные договоры о срочных сделках (деривативах) // Рынок ценных бумаг. 2008. № 7; *Селивановский А.* Дериватив — пари: обеспечит ли защиту? // Вестник НАУФОР. 2006. № 5; *Селивановский А.* «Потемкинская деревня» для деривативов // Рынок ценных бумаг. 2006. № 10; *Селивановский А.* Некоторые замечания к дискуссии о законодательстве о деривативах // Рынок ценных бумаг. 2005. № 23; *Селивановский А., Азимова Л.* Вопросы формирования законодательства о производных финансовых инструментах // Рынок ценных бумаг. 2003. № 19.

Со временем споры из сложных деривативов (процентных свопов[3], валютных барьерных опционов[4], кредитных нот[5])[6] попали в российские арбитражные суды и стала очевидной ситуация, что предметно обсуждать правовые вопросы той или иной сделки, необычной для российского юридического сообщества, практически невозможно, так как полной информацией об обстоятельствах дела, а также о том, как работают производные финансовые инструменты, никто, кроме спорящих, не обладает. У государственных судей все эти деривативы с очень специфичным экономическим обоснованием и огромной документацией, написанной чрезвычайно сложным языком, вызывают неприятие, многие считают все срочные сделки «обманом и безобразием».

Цель учебника, как я определил ее для себя, — донести основы правового регулирования рынка деривативов по возможности в доступной форме и несложным языком. Для достижения этой цели я постарался:

1) изложить смысл основных конструкций производных финансовых инструментов;

2) описать формы деривативов;

3) сформулировать корпус основных понятий;

4) провести первичное сравнение деривативов со сходными правовыми конструкциями и институтами;

5) описать основные вопросы заключения и исполнения биржевых деривативов, затронув вопросы клиринга, принудительного закрытия позиций;

6) изложить основные вопросы внебиржевых деривативов, в том числе заключение генеральных соглашений, применение ликвидационного неттинга, споры о добросовестности сторон соглашений;

7) дать представление об основных группах деривативов (процентных, валютных, товарных, кредитных);

8) описать основные кейсы по тематике рынка производных финансовых инструментов.

Я умышленно не погружаюсь глубоко в каждый из затрагиваемых вопросов, понимая, что это темы других, узкоспециальных работ. Я стараюсь найти по возможности «единый знаменатель» для дальнейших исследований, а также для более предметного рассмотрения споров из срочных сделок.

Я не ставил своей задачей описать все известные инструменты со всеми возможными комбинациями условий, а постарался изложить существо лишь основных производных финансовых инструментов, поэтому в учебник не попали некоторые сделки (инструменты), а также деривативы с более сложными условиями. Кроме того, целый ряд производных финансовых инструментов

---

[3] Подробнее см. разд. 8.2 учебника.

[4] Подробнее см. разд. 7.3 учебника.

[5] Подробнее см. разд. 10.3 учебника.

[6] О спорах см. разд. 2.3 и приложение 1 учебника.

содержит такие условия, которые не затронуты в настоящей работе. И наконец, следует иметь в виду, что постоянно появляются новые деривативы.

Вынужден сделать еще одну оговорку. В последнее время законодатель и регулятор очень активно издают новые нормативные акты, в том числе регулирующие рынок производных финансовых инструментов. Во втором издании учебника учтены изменения, принятые к 1 января 2025 г., кроме того, оно дополнено важными кейсами из судебной практики, которая возникла после 2022 г. и ярко выявила риски рынка деривативов, а также неожиданные риски хеджирующих сделок.

Автор выражает благодарности:

Издательскому дому Высшей школы экономики, предоставившему грант на подготовку первого издания этого учебника и предложившему подготовить его второе издание;

рецензентам первого издания Н.И. Берзону и Д.Л. Хейло;

Джаннат Сабанчиевой и Марии Селивановской за помощь в работе над рукописью этого учебника, а также Дине Кравченко, которая помогала разбираться в новейшей судебной практике по деривативам (2022–2024 гг.);

СПС «КонсультантПлюс» за существенную информационную поддержку, оказанную в рамках Программы информационной поддержки российской науки и образования.

Принятые сокращения

EURIBOR — европейская межбанковская ставка предложения (*англ.* European Interbank Offered Rate) — усредненная процентная ставка по межбанковским кредитам в евро

IOSCO — Международная организация комиссий по ценным бумагам (*англ.* International Organization of Securities Commissions)

IPO — первичное публичное размещение акций (*англ.* Initial Public Offering) — первичная реализация акций компании, в том числе в виде депозитарных расписок на них, неограниченному числу граждан

ISDA — Международная ассоциация свопов и деривативов (*англ.* International Swaps and Derivatives Association) — организация, объединяющая участников внебиржевого рынка деривативов

LIBOR — лондонская межбанковская ставка предложения (*англ.* London Interbank Offered Rate). LIBOR рассчитывается как средняя ставка, по которой крупные международные банки предлагают необеспеченные кредиты

MiFID — Директива 2014/65/EU Европейского парламента и Совета от 15.05.2014 о рынках финансовых инструментов с поправками к Директиве 2002/92/EC и Директиве 2011/61/EU (*англ.* The Markets in Financial Instruments Directive)

RISDA — часто используемое обозначение Стандартной документации НАУФОР (*англ.* Russian ISDA)

RUONIA — эталонная процентная ставка, представляющая собой взвешенную процентную ставку по необеспеченным межбанковским кредитам (депозитам) в рублях на условиях овернайт (*англ.* Ruble Overnight Index Average)

SEC — Комиссия США по ценным бумагам и биржам (*англ.* US Securities and Exchange Commission)

9ААС — Девятый арбитражный апелляционный суд

11ААС — Одиннадцатый арбитражный апелляционный суд

АПК РФ — Арбитражный процессуальный кодекс Российской Федерации

АСГМ — Арбитражный суд города Москвы

АС МО — Арбитражный суд Московского округа

АФД — Ассоциация форекс-дилеров

ВАС РФ — Высший Арбитражный Суд Российской Федерации. Упразднен 06.08.2014 (см.: Закон РФ от 05.02.2014 № 2-ФКЗ «О поправке к Конституции Российской Федерации»). Разъяснения по вопросам судебной практики применения законов и иных нормативных правовых актов

арбитражными судами, данные Пленумом ВАС РФ, сохраняют свою силу до принятия соответствующих решений Пленумом Верховного Суда Российской Федерации (ВС РФ) (ч. 1 ст. 3 Федерального конституционного закона от 04.06.2014 № 8-ФКЗ)

ГК РФ — Гражданский кодекс Российской Федерации

ГПК РФ — Гражданский процессуальный кодекс Российской Федерации

ДБО — договор о брокерском обслуживании

Дело Агротерминал против ЮниКредит Банка — спор между ООО «Агротерминал» и ЗАО «ЮниКредит Банк» из договора процентного свопа. Подробнее см. приложение 1

Дело Долг-Контроль — спор между АО «ФОРУС Банк» и ООО «Долг-Контроль». Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 19.11.2019 № 09АП-65175/2019 по делу № А40-114177/2019. Подробнее см. приложение 1

Дело Москомприватбанк против Русского банка развития — спор между МКБ «Москомприватбанк» и КБ «Русский банк развития» из расчетного форвардного контракта. Постановление Президиума ВАС РФ от 08.06.1999 № 5347/98. Подробнее см. приложение 1

Дело Платинум Недвижимость против Банка Москвы — спор между ООО «Платинум Недвижимость» и ОАО «Банк Москвы» из валютно-процентных свопов. Подробнее см. приложение 1

Дело Русский Уголь против ОТП банка — Спор по иску АО «Русский Уголь» к АО «ОТП Банк» из товарных свопов. Подробнее см. приложение 1

Дело Транснефть против Сбербанка — спор между ПАО «Транснефть» и ПАО «Сбербанк» из валютных барьерных опционов; рассмотрено АСГМ и 9ААС. Подробнее см. приложение 1

Дело Эрмитаж Девелопмент против ЮниКредит Банка — спор между ООО «Эрмитаж Девелопмент» и ЗАО «ЮниКредит Банк» из договора процентного свопа. Подробнее см. приложение 1

Дериватив — производный финансовый инструмент

Договор-ПФИ — договор, являющийся производным финансовым инструментом

ЕАЭС — Евразийский экономический союз (по состоянию на 27.02.2025 членами ЕАЭС являются Армения, Белоруссия, Казахстан, Киргизия, Россия)

Закон о банках — Федеральный закон от 02.12.1990 № 395-I «О банках и банковской деятельности»

Закон о банкротстве — Федеральный закон от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»

Закон о биржах — Федеральный закон от 21.11.2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах»

Закон о валютном регулировании — Федеральный закон от 10.12.2003 № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле»

Закон о клиринге — Федеральный закон от 07.02.2011 № 7-ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте»

Закон об азартных играх — Федеральный закон от 29.12.2006 № 244-ФЗ «О государственном регулировании деятельности по организации и проведению азартных игр и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации»

Закон РЦБ — Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»

Закон СРО — Федеральный закон от 13.07.2015 № 223-ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка и о внесении изменений в статьи 2 и 6 Федерального закона "О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации"»

КоАП РФ — Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях от 30.12.2001 № 195-ФЗ

КС РФ — Конституционный Суд Российской Федерации

Манивэл — Комитет экспертов Совета Европы по оценке мер противодействия отмыванию денег и финансированию терроризма

НК РФ — Налоговый кодекс Российской Федерации

НПФ — негосударственный пенсионный фонд

НФА — Национальная финансовая ассоциация

ОЭСР — Организация экономического сотрудничества и развития

ПИФ — паевой инвестиционный фонд

Постановление о свободе договора — Постановление Пленума ВАС РФ от 14.03.2014 № 16 «О свободе договора и ее пределах»

Проект ВАС по свопам — проект информационного письма ВАС РФ «Об отдельных вопросах разрешения споров из договоров процентного свопа» (осень 2013 г.). Принят не был. Опубликован на сайте ВАС РФ

Профучастник — профессиональный участник рынка ценных бумаг

ПФИ — производные финансовые инструменты/производный финансовый инструмент

Редакция Стандартной документации 2011 г. — согласована СРО НАУФОР с ФСФР России (приказ ФСФР России от 28.12.2011 № 11-3600/пз-н)

РФ — Российская Федерация. Аббревиатура используется в названиях органов государственной власти, судебных органов, организаций, территориальных единиц, видов нормативных правовых актов, а также в ряде других понятий наряду с полным наименованием

РФК — расчетный форвардный контракт

СПФИ — стандартизированные производные финансовые инструменты

СРО — саморегулируемая организация

Стандартная документация НАУФОР — Стандартная документация для срочных сделок на внебиржевом рынке, разработанная по инициативе Ассоциации российских банков (АРБ), Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР) — общероссийской саморегу-

лируемой организации в сфере финансового рынка, обладающей соответствующим статусом и внесенной в реестр СРО Федеральной службой по финансовым рынкам, а также Национальной валютной ассоциации (НВА)

СФО — специализированные финансовые общества

Указание о ПФИ — Указание ЦБ РФ от 16.02.2015 № 3565-У «О видах производных финансовых инструментов»

Управляющие фондами — управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов

ФАС МО — Федеральный арбитражный суд Московского округа

ФАТФ — Группа разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (*англ.* Financial Action Task Force, FATF)

ФСФР России — Федеральная служба по финансовым рынкам. Упразднена Указом Президента Российской Федерации от 25.07.2013 № 645. Функции перешли Банку России

ЦБ РФ — Центральный банк Российской Федерации

ГЛАВА

1

ОСНОВНЫЕ КОНСТРУКЦИИ ДЕРИВАТИВОВ

Обычно подобные учебники начинаются с определения главного понятия. Применительно к данной работе таковым должен быть «дериватив». Легальное понятие, которое применяется в законодательстве, — «производный финансовый инструмент». Однако, по моему глубокому убеждению, что-либо объяснить с его помощью невозможно. Читатель легко удостоверится в этом, открыв ст. 2 Закона РЦБ или гл. 2 учебника.

«Деривативы» — понятие собирательное, объединяющее различные виды обязательств, весьма различающихся между собой.

Для того чтобы объяснить, что же такое производные финансовые инструменты, мы сначала рассмотрим основные обязательственные конструкции деривативов, а потом перейдем к общему понятию. Сразу оговоримся, что деривативы бывают в форме самостоятельного договора, а могут быть и элементом другого обязательства (например, депозита) либо ценной бумаги (облигации или ноты). О *встроенных деривативах* мы поговорим в разд. 1.6 учебника.

Основными конструкциями деривативов являются:

1) форвардные договоры,
2) фьючерсные договоры,
3) опционные договоры,
4) своп-договоры.

1.1. ФОРВАРДНЫЕ ДОГОВОРЫ

Форвардный договор — договор, по которому:

Одна сторона обязуется	**Другая сторона обязуется**
Передать ценные бумаги, валюту или товар (базисный актив) в собственность другой сто-	Оплатить базисный актив

роне не ранее третьего дня после дня заключения договора (в будущем)[1]

По форвардному договору у каждой из сторон возникает *твердое обязательство*.

Пример. 1 февраля Компания заключает с Банком форвардный договор, в соответствии с которым Компания 1 июня переводит Банку 300 тыс. руб. (фиксированная цена), а Банк перечисляет Компании 1000 акций (базисный актив).

Форвардные договоры заключаются вне биржи, на основании генеральных соглашений, как правило двусторонних.

Различаются поставочные и расчетные форвардные договоры (табл. 1).

Таблица 1

Поставочный форвард	**Расчетный форвард**
Стороны планируют исполнение обязательства в натуре: • поставку товара и его оплату; • перечисление денежных средств в иностранной валюте и встречное перечисление средств в рублях; • передачу ценных бумаг и их оплату. Поставочный форвардный договор может представлять собой договор купли-продажи[1)]	Стороны изначально договариваются, что надлежащим исполнением будет только уплата одной стороной денежной суммы, рассчитанной как разница между рыночной ценой базисного актива и его ценой, определенной в договоре при его заключении, умноженной на количество актива. Иными словами, стороны заключают сделку на разницу
Пример. 1 февраля Компания заключает с Банком форвардный договор, в соответствии с которым Компания 1 июня обязана перевести Банку 300 тыс. руб., а Банк обязан перевести на счет депо Компании 1000 акций	Пример. 1 февраля Компания заключает с Банком форвардный договор, в соответствии с которым Компания 1 июня переводит Банку 300 тыс. руб. (*фиксированная цена*) за 1000 акций (*базисный актив*), а Банк перечис-

[1] Указание о ПФИ (п. 4) содержит следующее определение. ***Форвардным договором*** признается договор, предусматривающий одну из следующих обязанностей:

обязанность одной стороны договора передать ценные бумаги, валюту или товар, являющиеся базисным активом, в собственность другой стороне не ранее третьего дня после дня заключения договора, обязанность другой стороны принять и оплатить такое имущество и указание на то, что договор является производным финансовым инструментом;

обязанность сторон или стороны договора уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цен (значений) базисного актива и (или) наступления обстоятельства, являющегося базисным активом.

Форвардный договор, предусматривающий обязанность, установленную абзацем вторым, является поставочным договором. Иные форвардные договоры являются расчетными договорами.

Окончание табл. 1

Поставочный форвард	Расчетный форвард
	ляет Компании за 1000 акций сумму, рассчитанную по цене, сложившейся на Московской бирже[2] (*рыночную цену*). При этом договор предусматривает, что передача базисного актива не осуществляется. 1 июня стороны узнают рыночную цену, рассчитывают разницу между фиксированной и рыночной ценами. Если фиксированная цена (300 тыс. руб.) окажется больше рыночной, сумму разницы выплачивает Компания, если меньше — Банк

[1] Однако заключение этого договора на основании генерального соглашения о деривативах привносит в его регулирование множество особенностей, главной из которых является возможность применения правил о ликвидационном неттинге при возбуждении в отношении одной из сторон дела о банкротстве.

[2] Далее в учебнике используются также тождественные наименования: ПАО «Московская Биржа» и МосБиржа.

Распределение рисков сторон форвардной сделки

Отметим, что по общему правилу риск убытков у сторон форвардного договора не ограничен. Продемонстрируем это на том же примере.

1 февраля Компания заключила с Банком расчетный форвардный договор, в соответствии с которым 1 июня:

- если 300 тыс. руб. больше рыночной цены 1000 акций на Московской бирже, то Компания переводит Банку денежные средства в сумме разницы;
- если 300 тыс. руб. меньше рыночной цены 1000 акций на Московской бирже, то Банк перечисляет Компании соответствующую разницу.

Если 1 июня цена акции = 700 руб., то	Если 1 июня цена акции упала до 5 руб., то
Банк платит Компании 700 000 – 300 000 = 400 000 руб.	Компания платит Банку 300 000 – 5000 = 295 000 руб.

1.2. ФЬЮЧЕРСНЫЕ ДОГОВОРЫ

Фьючерсный договор сходен с форвардным, но имеет некоторые особенности.

Фьючерсный договор[2] — договор, заключенный на биржевых торгах, по которому:

Одна сторона обязуется	**Другая сторона обязуется**
Передать ценные бумаги, валюту или товар (базисный актив) в собственность другой стороне не ранее третьего дня после дня заключения договора (в будущем)	Оплатить базисный актив

По фьючерсному договору у каждой из сторон возникает *твердое обязательство*.

Пример. 1 марта на биржевых торгах Московской биржи Компания заключает с Банком фьючерсный договор, в соответствии с которым Компания 1 апреля переводит Банку 500 тыс. руб. (фиксированная цена), а Банк перечисляет Компании 1000 облигаций (базисный актив).

Фьючерсные договоры заключаются на биржевых торгах на основании заявок в порядке, определенном биржевыми правилами.

Различаются поставочные и расчетные фьючерсные договоры (табл. 2).

Несложно заметить, что описание фьючерсного договора крайне сходно с приведенным выше описанием форвардного договора. Однако есть различия, основные из которых представлены в табл. 3.

---

[2] Указание о ПФИ (п. 3) содержит следующее определение. ***Фьючерсным договором*** признается заключаемый на биржевых торгах договор, предусматривающий обязанность каждой из сторон договора периодически уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цен (значений) базисного актива и (или) наступления обстоятельства, являющегося базисным активом.

Фьючерсный договор, помимо указанных выше условий, может также предусматривать одну из следующих обязанностей:

обязанность одной стороны договора передать ценные бумаги, валюту или товар, являющиеся базисным активом, в собственность другой стороне или лицу (лицам), в интересах которых был заключен фьючерсный договор, в том числе путем заключения стороной (сторонами) фьючерсного договора и (или) лицом (лицами), в интересах которых был заключен фьючерсный договор, договора купли-продажи ценных бумаг, договора купли-продажи иностранной валюты или договора поставки товара;

обязанность сторон фьючерсного договора заключить договор, являющийся ПФИ и составляющий базисный актив.

Фьючерсный договор, предусматривающий обязанность передать ценные бумаги или другой актив, если иное не установлено условиями фьючерсного договора, является поставочным договором. Иные фьючерсные договоры являются расчетными договорами.

Таблица 2

Поставочный фьючерс	**Расчетный фьючерс**
Стороны планируют исполнение обязательства в натуре: • поставку товара и его оплату; • перечисление денежных средств в иностранной валюте и встречное перечисление средств в рублях; • передачу ценных бумаг и их оплату. Поставочный фьючерсный договор может представлять собой договор купли-продажи[1)]	Стороны изначально договариваются, что надлежащим исполнением будет только уплата одной стороной денежной суммы, рассчитанной как разница между рыночной ценой базисного актива и его ценой, определенной в договоре при его заключении, умноженной на количество актива. Иными словами, стороны заключают сделку на разницу
Пример. 1 марта Компания заключает с Банком фьючерсный договор, в соответствии с которым Компания 1 апреля обязана перевести Банку 500 тыс. руб., а Банк обязан перевести на счет депо Компании 1000 акций	Пример. 1 марта Компания заключает с Банком фьючерсный договор, в соответствии с которым Компания 1 апреля переводит Банку 500 тыс. руб. (фиксированная цена) за 1000 акций (базисный актив), а Банк перечисляет Компании за 1000 акций сумму, рассчитанную по цене, сложившейся на Московской бирже (рыночную цену). При этом договор предусматривает, что передача базисного актива не осуществляется. 1 апреля стороны узнают рыночную цену, рассчитывают разницу между фиксированной и рыночной ценами. Если фиксированная цена (500 тыс. руб.) окажется больше рыночной, сумму разницы выплачивает Компания, если меньше — Банк

[1)] Однако заключение этого договора на основании правил биржи привносит в его регулирование множество особенностей, главной из которых является возможность применения правил о ликвидационном неттинге при возбуждении в отношении одной из сторон дела о банкротстве.

Таблица 3

Характеристика	Форвардные договоры	Фьючерсные договоры
Заключаются	Вне биржи	На биржевых торгах
Стороны договора	Точно знают контрагента по сделке	Обычно не знают контрагента по сделке
Правовое основание	Заключаются на основании двусторонних генеральных соглашений (рамочный договор) и фьючерсных договоров, которые совершаются на основании генеральных соглашений (часто называются сделками)	Заключаются на биржевых торгах на основании заявок в порядке, определенном биржевыми правилами
Уровень стандартизации	Менее стандартизированы: стороны могут согласовать индивидуальные условия	Более стандартизированы: стороны крайне ограничены в согласовании индивидуальных условий
Участие клиринговой организации, проведение клиринга	Обычно нет клиринга	Есть клиринг, участвует клиринговая организация
Необходимость внесения обеспечения (маржевых платежей)	Не требуют внесения маржи	Требуют внесения маржи
Возможность закрыть позицию до даты исполнения, определенной в договоре	Невозможно досрочно закрыть позицию	Можно закрыть позицию и выйти из договора с прибылью или убытком посредством заключения на торгах встречной сделки

Распределение рисков сторон фьючерсной сделки

Отметим, что по общему правилу риск убытков у сторон фьючерсного договора не ограничен. Продемонстрируем это на примере.

1 февраля на биржевых торгах Компания заключила с Банком расчетный фьючерсный договор, в соответствии с которым 1 июня:

- если 300 тыс. руб. больше рыночной цены 1000 акций на Московской бирже, то Компания переводит Банку денежные средства в сумме разницы;

• если 300 тыс. руб. меньше рыночной цены 1000 акций на Московской бирже, то Банк перечисляет Компании соответствующую разницу.

Если 1 июня цена акции = 700 руб., то	Если 1 июня цена акции упала до 5 руб., то
Банк платит Компании 700 000 – 300 000 = 400 000 руб.	Компания платит Банку 300 000 – 5000 = 295 000 руб.

1.3. ОПЦИОННЫЕ ДОГОВОРЫ

По *опционному договору*[3]:

Одна сторона (*продавец опциона*)	**Другая сторона** (*покупатель опциона*)
Принимает обязанность исполнить предусмотренное обязательство	Имеет право потребовать от продавца исполнения предусмотренного обязательства

На условиях, предусмотренных этим договором, в установленный договором срок (в будущем)

Как правило, продавец опциона получает от покупателя вознаграждение (опционную премию)	Как правило, покупатель опциона уплачивает продавцу за приобретение права опционную премию

Если покупатель опциона не заявит требование в указанный срок, опционный договор прекращается

---

[3] Указание о ПФИ (п. 2) содержит следующее определение. ***Опционным договором*** признается:

1) договор, предусматривающий обязанность стороны договора в случае предъявления требования другой стороной периодически и (или) единовременно уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цен (значений) базисного актива и (или) наступления обстоятельства, являющегося базисным активом;

2) договор, предусматривающий одну из следующих обязанностей:

обязанность стороны договора на условиях, определенных при его заключении, в случае предъявления требования другой стороной купить или продать ценные бумаги, валюту или товар, являющиеся базисным активом, в том числе путем заключения стороной (сторонами) и (или) лицом (лицами), в интересах которого (которых) был заключен опционный договор, договора купли-продажи ценных бумаг, договора купли-продажи иностранной валюты или договора поставки товара;

обязанность стороны договора в случае предъявления требования другой стороной заключить договор, являющийся ПФИ и составляющий базисный актив.

Опционный договор может также предусматривать обязанность каждой из сторон периодически уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цен (значений) базисного актива и (или) наступления обстоятельства, являющегося базисным активом.

Пример. Товарный опционный договор

1 апреля Покупатель заключает с Компанией договор, по которому приобретает право 1 июля купить у Компании 10 млн баррелей нефти марки Brent по цене 67 долл. США/баррель. За данное право Покупатель уплачивает опционную премию в размере 1200 долл. США. 1 июля Покупатель вправе (но не обязан) заявить требование об исполнении указанного обязательства. Очевидно, что, если курс будет выше 67 долл. США/баррель, Покупатель воспользуется приобретенным правом.

По условиям основного обязательства выделяют опционы колл (call) и пут (put) (табл. 4).

Таблица 4

Опцион колл (опцион на покупку)	**Опцион пут (опцион на продажу)**
Продавец опциона предоставляет покупателю опциона право купить базисный актив по фиксированной цене	Продавец опциона предоставляет покупателю опциона право продать базисный актив по фиксированной цене
Пример. 1 апреля Покупатель заключает с Компанией договор, по которому приобретает право 1 июля купить у Компании 10 млн баррелей нефти марки Brent по цене 67 долл. США/баррель	Пример. 1 апреля Покупатель заключает с Заводом договор, по которому приобретает право 1 июля продать Заводу 10 млн баррелей нефти марки Brent по цене 70 долл. США/баррель

Так же как форвардные и фьючерсные договоры, опционные договоры подразделяются на поставочные и расчетные (табл. 5).

Таблица 5

Поставочный опцион	**Расчетный опцион**
Стороны планируют исполнение обязательства в натуре: • поставку товара и его оплату; • перечисление денежных средств в иностранной валюте и встречное перечисление средств в рублях; • передачу ценных бумаг и их оплату. Поставочный опционный договор может представлять собой договор купли-продажи	Стороны изначально договариваются, что надлежащим исполнением будет только уплата одной стороной денежной суммы, рассчитанной как разница между рыночной ценой базисного актива и его ценой, определенной в договоре при его заключении, умноженной на количество актива. Иными словами, стороны заключают сделку на разницу
Пример. 1 апреля Покупатель заключает с Компанией договор,	Пример. 1 апреля Покупатель заключает с Банком договор, по кото-

Окончание табл. 5

Поставочный опцион	Расчетный опцион
по которому приобретает право 1 июля купить у Компании 10 млн баррелей нефти марки Brent по цене 67 долл. США/баррель	рому приобретает право 1 июля продать Банку 10 млн баррелей нефти марки Brent по цене 70 долл. США/баррель. 1 июля рыночная цена барреля — 68 долл. США, что ниже фиксированной цены. Соответственно, Банк должен выплатить Покупателю (70 – 68) × 10 млн = 20 млн долл. США

В отличие от форвардного и фьючерсного договоров, в опционном договоре в момент исполнения (в будущую дату, дату истечения) у одной стороны есть право (требование), а у другой — обязательство. На практике большинство расчетных опционных договоров содержат условие об автоматическом исполнении. Это значит, что если в дату истечения рыночная цена базисного актива будет благоприятной для покупателя опциона (держателя опциона) и он оказывается в выигрыше (или «в деньгах»), то обязанная сторона (продавец опциона) должна исполнить обязательство вне зависимости от получения требования от держателя опциона.

Что случится, если в дату истечения покупатель опциона (держатель опциона/покупатель опциона) оказывается в проигрыше («не в деньгах»)? Обязательство по опционному договору прекращается без исполнения. Опционная премия не возвращается.

Опционный договор в ГК РФ

С 1 июня 2015 г. действуют две новые статьи ГК РФ, которые регулируют опцион на заключение договора[4] и опционный договор[5]. К деривативам относится именно вторая конструкция. Приведем основные положения об опционном договоре.

Понятие. По ***опционному договору*** одна сторона на условиях, предусмотренных этим договором, вправе потребовать в установленный договором срок от другой стороны совершения предусмотренных договором действий (в том числе уплатить денежные средства, передать или принять имущество), и при этом, если управомоченная сторона не заявит требование в указанный срок, договор прекращается.

[4] Статья 429.2 ГК РФ: «В силу соглашения о предоставлении опциона на заключение договора (опцион на заключение договора) одна сторона посредством безотзывной оферты предоставляет другой стороне право заключить один или несколько договоров на условиях, предусмотренных опционом».

[5] Статья 429.3 ГК РФ.

Автоматическое требование. Опционным договором может быть предусмотрено, что требование считается заявленным при наступлении определенных договором обстоятельств.

Опционная премия. За право заявить требование по опционному договору сторона уплачивает денежную сумму, за исключением случаев, если договором, в том числе заключенным между коммерческими организациями, предусмотрена его безвозмездность либо если заключение такого договора обусловлено иным обязательством или иным охраняемым законом интересом, которые вытекают из отношений сторон.

При прекращении опционного договора платеж, уплаченный за предоставленное право, возврату не подлежит, если иное не предусмотрено опционным договором.

Опционные программы мотивации сотрудников

Одним из самых распространенных инструментов мотивации персонала является применение так называемых программ долгосрочной мотивации персонала, или опционных программ.

Их суть заключается в том, что компания устанавливает для ряда сотрудников возможность получить долю (пакет акций) в компании бесплатно или по заранее оговоренной цене в случае достижения определенного результата (рыночной цены акций, завершения крупного проекта, продажи части бизнеса, проведения IPO и т.п.). Если в течение оговоренного срока (обычно двух — пяти лет) этот результат достигается, то участники данной программы получают значительные выплаты или крупную долю в компании. Если результата нет или человек покидает компанию до окончания срока программы, то он не имеет права на получение бонуса.

Законодатель и регулятор не первый год намереваются установить нормативное регулирование этих отношений.

Так, Законом РЦБ давно закреплена такая эмиссионная ценная бумага, как опцион эмитента[6]. А в 2020 г. в определении производного финансового инструмента было специально прописано изъятие «опционного договора, заключенного с физическим лицом в связи с исполнением им трудовых обязанностей на основании трудового договора или в связи с участием физического лица в органах управления хозяйственного общества»[7].

Опционные программы мотивации — это всегда индивидуальные решения, разрабатываемые для конкретной компании. В них, безусловно, есть опционный элемент. Отметим, что опционы в договорной документации программ мотивации заключаются не по форме, принятой для биржевых и внебиржевых опционов. Регулирование таких мотивационных опционов ос-

[6] Подробнее см. разд. 1.6 учебника.

[7] Федеральный закон от 31.07.2020 № 306-ФЗ.

новывается на гражданском, корпоративном и трудовом законодательстве, а не на нормативных актах и стандартах о деривативах.

Распределение рисков сторон опционной сделки

Отметим, что по общему правилу продавец опциона несет неограниченный риск убытков, а у покупателя опциона потенциальные потери ограничены лишь размером опционной премии.

Пример. 1 апреля Покупатель покупает у Банка расчетный опцион (опцион пут) — право получить от Банка выплату в сумме, рассчитанной как разница между фиксированной ценой в 70 долл. США/баррель и рыночной ценой барреля нефти марки Brent на 1 июля, умноженной на 10 млн баррелей. За это право Покупатель платит Банку опционную премию 300 тыс. долл. США (0,03 долл./баррель × 10 млн баррелей). Результат определяется 1 июля (табл. 6).

Таблица 6

Рыночная цена барреля нефти марки Brent в долл. США	**Компания**	**Банк**
72	Не получает выплату от Банка. Потери составляют 300 тыс. долл. — опционную премию	Обязательство произвести денежную выплату не возникло. Доход Банка составляет 300 тыс. долл. — опционную премию
69,8	Получает выплату от Банка в сумме 2 млн долл. Финансовый результат Компании положительный: 2 млн долл. – 300 тыс. долл. = +1,7 млн долл.	Производит выплату Компании в сумме 2 млн долл. Финансовый результат Банка отрицательный: 300 тыс. долл. – 2 млн долл. = –1,7 млн долл.
56	Получает выплату от Банка в сумме 140 млн долл. ((70 – 56) × 10 млн). Финансовый результат Компании положительный: 140 млн долл. – 300 тыс. долл. = 139,7 млн долл.	Производит выплату Компании в сумме 140 млн долл. ((70 – 56) × 10 млн). Финансовый результат Банка отрицательный: 300 тыс. долл. – 140 млн долл. = –139,7 млн долл.
–15	Получает выплату от Банка в сумме 850 млн долл. (70 – (–15)) × 10 млн).	Производит выплату Компании в сумме 850 млн долл. (70 – (–15)) × 10 млн).

Окончание табл. 6

Рыночная цена барреля нефти марки Brent в долл. США	Компания	Банк
	Финансовый результат Компании положительный: 850 млн долл. – 300 тыс. долл. = 849,7 млн долл.	Финансовый результат Банка отрицательный: 300 тыс. долл. – 850 млн долл = –849,7 млн долл.

Элементы опционов

В опционных договорах выделяют три важнейших параметра (условия):

1) цена исполнения (strike);

2) дата истечения — дата и время, после которых право утрачивается;

3) опционная премия — цена, которую платит покупатель опциона за приобретенное право.

Цена исполнения (strike)

В опционных договорах цена исполнения может определяться как указание на:

1) фиксированную в договоре цену. Продавец опциона обязуется продать покупателю опциона базисный актив или купить базисный актив у покупателя опциона по цене, определенной при заключении договора;

2) максимальную процентную ставку (кэп, от *англ.* cap — шапка, крышка, пробка). Продавец верхней границы должен оплатить закупщику разницу между согласованной процентной ставкой (ставка верхней границы) и определенной ссылочной процентной ставкой (такой как 3-месячный EURIBOR), если ссылочная процентная ставка выше, чем верхняя граница процентной ставки на дату фиксирования ставок. Этот компенсационный платеж рассчитывается на основе согласованного условного номинала и на фиксированный срок. Продавец кэпа получает возмещение за это обязательство в форме однократной премии или регулярных платежей от закупщика верхней границы;

3) минимальную процентную ставку (флор, от *англ.* floor — пол). Покупатель флора получает право требовать от продавца компенсации, равной значению, на которое согласованная ссылочная процентная ставка ниже согласованной минимальной процентной ставки (флора). Взамен этого закупщик оплачивает продавцу опциона премию.

Барьеры в опционах

В опционах могут быть барьерные условия (*англ.* barrier option) — выплата по опциону зависит от того, достигла ли цена базисного актива за определенный период времени некоторого уровня или нет.

Наиболее часто встречаются условия включения и выключения.

Knock in (*опцион включения*):

Down & In («Вниз-и-в»)	Up & In («Вверх-и-в»)
Опцион вступает в действие, если цена опустится до оговоренного уровня	Опцион вступает в действие, если цена поднимется до оговоренного уровня

Knock out (*опцион выключения*):

Down & Out («Вниз-и-из»)	Up & Out («Вверх-и-из»)
Опцион прекращает действие, если цена опустится до оговоренного уровня	Опцион прекращает действие, если цена поднимется до оговоренного уровня

Дата истечения. Опционы по срокам исполнения

В зависимости от того, как определяется момент времени, в который покупатель может заявить требование, выделяют опционы:

- европейский,
- американский,
- экзотический.

Покупатель ***европейского опциона*** вправе воспользоваться правом (или опцион автоматически обсчитывается) только в определенный день (дату исполнения); ни до этой даты, ни после он этим правом не обладает.

Примером может служить уже упоминавшийся товарный опционный договор, по которому 1 апреля Покупатель приобретает право 1 июля купить у Компании 10 млн баррелей нефти марки Brent по цене 67 долл. США/баррель за опционную премию в размере 1200 долл. США. 1 июля Покупатель вправе заявить требование об исполнении указанного обязательства.

Покупатель (держатель) ***американского опциона*** вправе воспользоваться правом в любое время до определенного дня (дня исполнения). То есть для такого опциона задается период, в течение которого покупатель может исполнить данный опцион.

Пример. 1 апреля Компания заключила с Банком опционный контракт пут. По его условиям Компания (покупатель опциона) уплатила Банку (продавцу опциона) опционную премию за право в любой день с 1 апре-

ля до 1 октября потребовать купить у нее (т.е. Компания сможет продать) 10 тыс. акций ПАО «Российский Газ» по цене 70 руб./акция. Если в какой-либо из дней определенного выше периода рыночная цена акции будет менее 70 руб., Компания потребует исполнения обязательства со стороны продавца опциона[8]. Если цена будет превышать указанную в опционном контракте цену, то покупатель опциона, вероятно, не воспользуется своим правом.

Экзотические опционы — опционы с различными необычными условиями.

К экзотическим относят следующие опционы.

1. *Азиатский опцион* (*англ.* asian option) — опцион, в котором цена исполнения определяется на основе средней стоимости базисного актива за определенный период времени[9]. Как правило, такие опционы заключаются на товары, биржевые индексы, курсы валют и процентные ставки. Азиатские опционы популярны на рынках с высокой волатильностью базисных активов (нефть, цветные металлы и др.).

2. *Бинарный опцион*[10] — держатель опциона получает фиксированную выплату или не получает ничего в зависимости от выполнения согласованного условия, независимо от степени изменения цены на базисный актив и т.п. Размер потенциальной фиксированной выплаты должен быть выше опционной премии.

Пример покупки опциона на превышение ценового уровня. При стоимости одной акции компании Apple 50 долл. США потребуется не менее 1000 долл. США для приобретения лота в 20 акций. Если цена акции повысится до 55 долл. США, то доход составит 100 долл. США (20 акций × 5 долл. США) при 10% доходности. Доход может иметь и другие значения в зависимости от колебания цены. Если цена неблагоприятная, то у трейдера будет выбор — закрывать с убытком или дождаться роста цены. В качестве альтернативы можно купить два бинарных колл-опциона по цене 10 долл. с условием достижения акциями Apple цены 55 долл. до конца недели. Цена исполнившегося опциона будет равна 100 долл. Если цена акции действительно достигнет 55 долл. или будет выше, то трейдер получит 200 долл. США (100 × 2) при затратах 20 долл. США. Доход составит 180 долл. США, доходность — 900%. Если цена не достигнет указанного уровня, то трейдер теряет 20 долл. США, уплаченных за опцион.

---

[8] Во многих опционах предусмотрено автоматическое исполнение опциона при достижении/превышении определенного значения цены.

[9] Азиатский опцион еще называют опционом средней цены, или среднекурсовым опционом.

[10] Иные названия: цифровой опцион, опцион «всё или ничего», опцион с фиксированной прибылью.

С точки зрения права данный вид опционов, безусловно, ближе всего к сделкам пари. Бинарные опционы вызывают активную критику: регуляторы многих стран, в том числе США, Франции, Канады, Израиля, видят огромные риски в распространении бинарных опционов, которые торгуются на интернет-платформах. В марте 2016 г. в Израиле торговля бинарными опционами была запрещена. SEC признала бинарные опционы одним из видов мошенничества.

Опционная премия

Опционная премия — это денежная сумма, уплачиваемая покупателем опциона продавцу при заключении опционного контракта.

Премия биржевого опциона является котировкой по нему (потенциальные продавцы опционов выставляют заявки о продаже опционов, в которых указана опционная премия). Величина премии обычно устанавливается в результате выравнивания спроса и предложения на рынке между покупателями и продавцами опционов. Существуют математические модели, позволяющие вычислить премию на основе текущей стоимости базисного актива и его стохастических свойств (волатильности, доходности и т.д.).

1.4. СВОП-ДОГОВОРЫ

По ***своп-договору*** (от *англ.* swap — меняться) стороны производят обмен базисными активами (в широком понимании этого термина, данное понятие не совпадает с пониманием договора мены в смысле гл. 31 ГК РФ) в зависимости от изменения показателей базисных активов и (или) наступления обстоятельства, определенного договором[11]. Обычно своп предполагает не единовременный обмен (расчет разницы), а расчет разницы в течение определенного периода времени[12].

---

[11] На практике встречаются договоры, в названии которых есть слово «своп», но относить их к договорам-ПФИ представляется неверным, так как в них нет элемента неопределенности.

[12] Указание о ПФИ (п. 5) содержит следующее определение. ***Своп-договором*** признается:

1) договор, предусматривающий обязанность стороны или сторон договора периодически и (или) единовременно уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цен (значений) базисного актива и (или) наступления обстоятельства, являющегося базисным активом. В случае если такая обязанность установлена для каждой из сторон, она определяется на основании различных базисных активов или различных значений базисного актива (правил определения значений базисного актива). При этом обязанность стороны договора уплачивать денежные суммы может определяться на основании фиксированного значения базисного актива, установленного договором;

2) договор (за исключением договора репо), предусматривающий обязанность одной стороны передать валюту, ценные бумаги или товар в собственность второй стороне и обязанность

Так же как по форвардному и фьючерсному договорам, в своп-договоре в каждый момент исполнения (в будущие даты) у каждой из сторон есть обязанность исполнить обязательство.

Примеры свопов

Валютный своп
1 июля Компания заключает с Банком договор, по которому 1 августа Компания переводит Банку 1 млн долл. США, а Банк — Компании 65,5 млн руб.[13]

Процентный своп
Между Банком и Компанией заключено соглашение о процентном свопе (IRS), в соответствии с которым в течение трех лет ежеквартально Банк выплачивает Компании проценты по ставке LIBOR + 3% на сумму 10 млн долл. США, а Компания выплачивает Банку проценты по ставке 7% годовых на ту же сумму.

Часто своп-договоры предполагают обмен базисными активами в течение некоторого времени, например в течение трех лет.

Так же как и прочие деривативы, свопы подразделяются на поставочные и расчетные (табл. 7).

второй стороны принять и оплатить валюту, ценные бумаги или товар, а также обязанность второй стороны передать валюту, ценные бумаги или товар в собственность первой стороне не ранее третьего дня после дня заключения договора и обязанность первой стороны принять и оплатить валюту, ценные бумаги или товар. Данный договор должен иметь указание на то, что он является ПФИ, или предусматривать обязанность стороны или сторон договора периодически и (или) единовременно уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цен (значений) базисного актива и (или) наступления обстоятельства, являющегося базисным активом, и (или) от фиксированных в договоре цен (значений) базисного актива. При этом определение обязанности каждой из сторон договора уплачивать денежные суммы осуществляется в соответствии с условиями договора на основании различных базисных активов или различных значений базисного актива (правил определения значений базисного актива);

3) договор, предусматривающий обязанность стороны или сторон договора периодически и (или) единовременно уплачивать денежные суммы в зависимости от наступления обстоятельства, являющегося кредитным событием.

Своп-договор помимо приведенных выше условий может также предусматривать одно из следующих условий:

обязанность сторон или стороны своп-договора передать, в том числе на периодической основе, другой стороне ценные бумаги, валюту или товар, являющиеся базисным активом, или иные ценные бумаги, или права (требования), в том числе путем заключения стороной (сторонами) своп-договора и (или) лицом (лицами), в интересах которого (которых) был заключен своп-договор, договора купли-продажи ценных бумаг, договора купли-продажи иностранной валюты, договора поставки товара, договора уступки прав (требований);

обязанность сторон своп-договора заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом и составляющий базисный актив.

[13] Если производится один обмен, то эта конструкция фактически совпадает с форвардным и фьючерсным договорами.

Таблица 7

Поставочный своп	Расчетный своп
Стороны планируют исполнение обязательства в натуре: • поставку товара и его оплату; • перечисление денежных средств в иностранной валюте и встречное перечисление средств в рублях; • передачу ценных бумаг и их оплату. Поставочный своп-договор может представлять собой договор купли-продажи (поставки)[1)]	Стороны изначально договариваются, что надлежащим исполнением будет только уплата одной стороной денежной суммы, рассчитанной как разница между рыночной ценой базисного актива и его ценой, определенной в договоре при его заключении, умноженной на количество актива. Иными словами, стороны заключают сделку на разницу
Пример *Валютный своп* 1 июля Компания заключила с Банком договор, по которому 1 августа Компания переводит Банку 1 млн долл. США, а Банк — Компании 65,5 млн руб.	Пример *Валютный своп* 01.07.2008 Компания заключила с Банком договор, по которому в течение трех лет стороны раз в квартал рассчитывают разницу между рыночной ценой 1 млн долл. США в рублях и фиксированной суммой 28,5 млн руб. (цена 1 млн долл. США по курсу 28,5 руб./долл. США). Если рыночная цена превышает фиксированную, платеж разницы осуществляет Банк; если фиксированная цена больше рыночной, то разницу уплачивает Компания

[1)] Однако заключение этого договора на основании правил биржи привносит в его регулирование множество особенностей, главной из которых является возможность применения правил о ликвидационном неттинге при возбуждении в отношении одной из сторон дела о банкротстве.

Распределение рисков сторон сделки своп

Отметим, что по общему правилу риск потерь по договору у сторон длинного своп-договора не ограничен.

Поучительным примером является история, произошедшая в 2008–2010 гг. с одной известной Компанией. Дело в том, что в первой половине 2008 г. курс доллара США снижался по отношению к рублю (10.01.2008 — 24,43 руб./долл. США, а 01.08.2008 — 23,41 руб./долл. США). Часть выручки Компании была в долларах США, а значительная часть расходов — в рублях. Компания получала все больше долларов, но при падающем курсе доллара получала примерно такую же сумму в рублях. Она стремилась стабилизировать рублевый поток. В феврале 2008 г. Компания заключила

с Банком договор о расчетном валютном свопе, по которому 10-го числа каждого месяца Компания продавала Банку 1 млн долл. США по 24 руб./долл. США (т.е. за 24 млн руб.), а покупала тот же 1 млн долл. США по рыночной цене. Фактически выплачивалась только рассчитанная разница этих сумм. Срок, установленный в договоре, составлял три года. В первые месяцы Компания получала выплаты от Банка, а потом произошел очередной кризис, и ситуация перевернулась. Для наглядности покажем результаты в табл. 8.

Таблица 8

2008 г.	**Курс руб./ долл. США**	**Объем расчетного обязательства Банка, млн руб.**	**Платит Банк, руб.**	**Платит Компания, руб.**
12 марта	23,86	23,86	140 000	
10 апреля	23,54	23,54	460 000	
13 мая	23,83	23,83	170 000	
10 июня	23,52	23,52	480 000	
10 июля	23,41	23,41	590 000	
12 августа	24,56	24,56		560 000
10 сентября	25,58	25,58		1 580 000
10 октября	26,96	26,96		2 960 000
11 ноября	26,96	26,96		2 960 000
10 декабря	28,00	28,00		4 000 000
Общая сумма выплат			1 840 000	12 060 000

Кризис привел к тому, что выручка Компании существенно сократилась и она оказалась на грани банкротства. Компания вела переговоры о прекращении своп-договора. Банк рассчитал огромную Ликвидационную сумму, которую Компания не могла выплатить.

1.5. РАСЧЕТНЫЕ И ПОСТАВОЧНЫЕ ДЕРИВАТИВЫ

Важнейшим делением ПФИ следует считать деление их в зависимости от способа исполнения обязательства на поставочные и расчетные (индексные) (табл. 9).

Таблица 9

Поставочные ПФИ	Расчетные ПФИ
Содержат обязательство: исполнить обязательство в натуре (перечислить денежные средства, передать ценные бумаги, поставить товар)	Представляют собой сделку на разницу. Предметом такой сделки является денежное обязательство: уплатить денежные средства в сумме, составляющей разницу между двумя значениями (например, курса валюты, зафиксированного в договоре, и рыночного курса этой валюты, который сложился на определенную договором дату)
Пример. 1 февраля ООО «Нефтяная Компания БФГ» (далее — Покупатель) заключила фьючерсный контракт с ЗАО «Роснефть» (далее — Продавец), по которому 1 апреля Продавец обязуется передать в собственность Покупателю 1 млн тонн нефти марки АБВ в порту Новороссийск	Пример — расчетный форвардный контракт на акции. 1 февраля Компания заключает с Банком форвардный договор, в соответствии с которым Компания 1 мая переводит Банку 100 тыс. руб. (фиксированная цена) за 1000 акций (базисный актив), а Банк перечисляет Компании за 1000 акций сумму, рассчитанную по цене, сложившейся на Московской бирже (рыночную цену). 1 мая курс акций составил 96 руб. за акцию. Согласно условиям контракта, Компания перечислила Банку разницу в сумме 4000 руб. (100 000 – 96 × 1000)

Принципиальный момент в разговоре о деривативах — это то, что на практике подавляющее большинство из них являются ***расчетными***, т.е. не предполагают исполнение обязательства: реальная поставка базисного актива не осуществляется, а вычисляется и уплачивается только разница между двумя показателями (например, ценой, определенной в договоре изначально, и ценой, сложившейся на рынке на определенную дату). Иными словами, имеет место *сделка на разницу*.

Отметим, что некоторые ПФИ являются исключительно расчетными: кредитные ПФИ, погодные ПФИ, а также фондовые ПФИ на индекс (например, на индекс РТС).

Отсутствие встречного представления денежной выплате создает основание для ассоциации со сделками пари (если угадал — получил платеж, нет — сам плати). В связи с этим во многих странах расчетные деривативы относились к *натуральным обязательствам* и не обеспечивались судебной защитой.

Та же ситуация до 2007 г. была и в России. На рассмотрении расчетных форвардных контрактов как сделок пари строилось «стряхивание» российскими банками огромных обязательств перед иностранными банками по таким контрактам. Однако со временем отношение законодателей и судов к расчетным деривативам изменилось, их стали воспринимать намного благосклоннее. В российском законодательстве появилась судебная защита и проч.

В чем же заключается экономическая (хозяйственная) цель сделки для сторон расчетного форварда? Одни участники оборота ищут инструменты защиты от рисков (они хотят захеджировать свои риски), а другие преследуют цель заработать на том, что принимают на себя риски, которые те хотят с себя «сбросить». Первая группа — это хеджеры, вторая — спекулянты. О них мы неоднократно будем говорить в этом учебнике[14].

Хеджеры — участники, которые «покупают защиту» от неблагоприятного развития событий. Главная задача хеджеров — получить определенный финансовый результат в конкретный период времени. За это они готовы отказаться от части возможной прибыли.

Спекулянты — участники, которые принимают на себя риски неблагоприятного развития событий, таких как изменение цен товаров (курсов валют, процентных ставок). Как правило, у спекулянта есть аналитические ресурсы, позволяющие выстраивать достаточно точные прогнозы относительно таких изменений цен (курсов, ставок). За счет более точной аналитики и большого количества сделок спекулянты получают прибыль.

Приведем пример, который поможет проиллюстрировать эти абстрактные модели.

Производитель сельхозпродукции — фермер Василий знает, сколько примерно репы он соберет осенью, сколько ему надо выручить при ее продаже, чтобы заплатить наемным работникам, покрыть все расходы на выращивание, сбор, хранение и транспортировку урожая. Василий опасается, что осенью цена репы окажется ниже той, которая ему нужна (и которую он использовал при расчете своего бюджета). Фермер Василий хочет получить «страховку цены репы» на часть своего прогнозируемого урожая — допустим, иметь гарантию того, что осенью он продаст 1000 пудов репы по цене 1000 руб. за пуд. Возможно, сам того не зная, Василий, хочет стать хеджером.

«Страховку цены репы» предлагает Василию банк «РосКолхозДеривати в». Очевидно, что репа банку не нужна. Более того, Закон о банках запрещает банкам заниматься торговой деятельностью, в том числе торговать репой. Но в банке работает аналитическая группа, строящая различные прогнозы изменения цен, включая биржевую цену репы. В этой группе убеждены, что цена репы на спот-рынке в октябре будет выше 1100 руб. за пуд. Поэтому банк предлагает Василию заключить расчетный форвардный контракт на 1000 пудов репы с расчетами в ноябре.

Фермер Василий и банк «РосКолхозДеривати в» весной заключают расчетный форвардный контракт, по условиям которого 7 ноября:

- Василий продает банку 1000 пудов репы по цене 1000 руб. за пуд;
- банк продает Василию ту же 1000 пудов репы по биржевой цене, зафиксированной на биржевых торгах репы 7 ноября в 12.00.

[14] Подробнее см. гл. 4 учебника.

В этой сделке фермер преследует *хозяйственную цель* — захеджировать риск низкой цены репы, а банк, действуя как спекулянт, преследует хозяйственную цель — заработать на продаже хеджирующей сделки, используя свой прогноз изменения цен.

Что же случилось осенью?

Вариант 1. Цена на биржевых торгах (наличном или спот-рынке) 7 ноября составила 1200 руб. за пуд.

По форварду фермер должен платить банку (1200 – 1000) × 1000 = 200 000 руб.

Если Василий собрал урожай 1000 пудов (вероятно, даже больше) и на спот-рынке продал репу по цене 1200 руб. за пуд, он получил 1 200 000 (выручка на спот-рынке) – 200 000 (плата банку по расчетному форварду) = 1 000 000 руб. Это та сумма, которая необходима Василию. Если он вырастит и продаст больше репы, он получит больше денег.

Вариант 2. Цена на биржевых торгах (наличном или спот-рынке) 7 ноября составила 900 руб. за пуд.

По форварду уже банк должен платить фермеру (1000 – 900) × 1000 = 100 000 руб.

Собранный урожай 1000 пудов Василий на спот-рынке продает по 900 руб., получает 900 000 (выручка на спот-рынке) + 100 000 (выплата банка по расчетному форварду) = 1 000 000 руб. Василий опять получил необходимую сумму.

Отметим, что хозяйственная цель сделки крайне редко указывается в тексте договора.

1.6. ФОРМЫ ПФИ

В предыдущих разделах мы рассматривали деривативы в форме договоров (форвардный договор, фьючерсный договор, опционный договор, своп-договор). На практике ПФИ не всегда представляют собой самостоятельные договоры; это могут быть обязательства, которые «упакованы» в другой договор либо (довольно часто) являются элементом другого обязательства (договоры со встроенным деривативом) или ценной бумаги (ценные бумаги со встроенным деривативом).

Пример *договора со встроенным деривативом* — вклад, в котором условие о процентах привязано к какому-либо событию или обстоятельству.

Такие структурные депозиты предлагает банк ВТБ[15].

К *ценным бумагам со встроенным деривативом* можно отнести:

[15] <https://www.vtb.ru/krupnyj-biznes/razmeshchenie-sredstv/strukturnye-depozity/> (дата обращения: 10.09.2024).

- CLN (*англ.* Credit Linked Notes),
- структурные облигации,
- квазиструктурные облигации (облигации со структурным доходом),
- опционы эмитента,
- субординированные облигации,
- «вечные» облигации.

В зависимости от формы (договор или ценная бумага) различаются процедуры выпуска и обращения деривативов. В настоящее время в России выпуск деривативов в форме договоров осуществляется быстрее, чем эмиссия облигаций со встроенным деривативом; обслуживание договоров дешевле, нежели обслуживание облигаций: при выпуске эмиссионных ценных бумаг (к которым относятся облигации) эмитент обязан соблюдать множество формальных процедур, связанных с эмиссией, учетом бумаг на счетах, раскрытием информации. Впрочем, изменения регулирования эмиссии облигаций, проведенные в последние годы, привели к тому, что срок выпуска новых биржевых облигаций для активных участников рынка составляет всего несколько дней.

Коротко остановимся на указанных выше видах ценных бумаг со встроенным деривативом[16].

Credit Linked Notes (CLN) — инструменты (обычно ценные бумаги), выплаты по которым привязаны к конкретному кредитному событию.

> Например, выплаты по кредитным нотам осуществляются ежеквартально до даты погашения, но если определенный эмиссионной документацией конкретный заемщик объявит дефолт, то выплаты прекращаются, у эмитента кредитных нот нет обязательства производить какие-либо выплаты по нотам.

Выпуск CLN[17] производится по правилам, определенным другими государствами. Подробнее см. разд. 10.3 учебника.

Структурные облигации[18] — это совсем не классические облигации, по которым эмитент безусловно обязуется произвести выплату номинальной стоимости облигации. ***Структурные облигации*** — это эмиссионные ценные бумаги, отвечающие следующим условиям:

1) они выпускаются узким кругом эмитентов (банки, брокеры, дилеры, специализированные финансовые общества);

2) по ним *нет гарантии выплаты номинальной стоимости*;

3) право владельцев таких облигаций на получение выплат по ним зависит от наступления или ненаступления одного или нескольких *обстоя-*

---

[16] В разд. 3.1 учебника приводится сравнение ПФИ в форме договора и облигации со встроенным деривативом.

[17] CLN стали печально известными в связи с Банком «Траст». Подробнее см. приложение 1.

[18] Статья 27.1-1 Закона РЦБ, введена Федеральным законом от 18.04.2018 № 75-ФЗ.

тельств или *кредитных событий*, предусмотренных в решении о выпуске таких облигаций;

4) обязательства по таким облигациям должны быть обеспечены залогом, кроме облигаций банков.

Обстоятельствами могут выступать изменение цен на товары (как правило, биржевые: нефть, золото, серебро), ценные бумаги (публично торгуемые на организованном рынке); изменение курса соответствующей валюты, величины процентных ставок (по которым фиксируются публичные данные, например LIBOR[19], EURIBOR[20], MosPrime[21]), уровня инфляции, значений, рассчитываемых на основании цен ПФИ, значений показателей, составляющих официальную статистическую информацию, значений физических, биологических и (или) химических показателей состояния окружающей среды (данные о средней температуре в определенном регионе, уровне осадков и проч.).

К *кредитным событиям* относятся, в частности, дефолты (неисполнение по денежным обязательствам) юридических лиц или государств, а также возникновение оснований для предъявления требования о досрочном исполнении обязательств таких лиц[22].

Подробнее о структурных облигациях см. разд. 10.5 учебника.

На практике встречаются ***квазиструктурные облигации***[23] — классические облигации, в которых содержится безусловное обязательство эмитента выплатить номинальную стоимость облигации, а доход (купонный доход) поставлен в зависимость от каких-либо обстоятельств.

Пример. ПАО «Сбербанк» в 2019 г. выпустило облигации СБЕРБАНК-ИОС-BSK_FIX_MEM-60M-001P-153R объемом 5 млрд руб., сроком обращения до 24.10.2024, номинальной стоимостью (одной облигации) 1000 руб.[24] По этим облигациям предусмотрена лишь одна гарантированная выплата в размере 0,01% годовых, которая будет произведена при их погашении. Но по ним предусмотрена и выплата дополнительного дохода, рассчитываемого по формуле, которая связывает выплату дохода с рыночными ценами акций четырех компаний: Northrop Grumman Corporation, Thales Group, BAE

---

[19] London Interbank Offered Rate. Широко используемая эталонная процентная ставка предложения на рынке межбанковских кредитов в Лондоне, которая выступает ориентиром для краткосрочных процентных ставок на глобальном финансовом рынке. Подробнее см. разд. 8.1 учебника.

[20] European Interbank Offered Rate. Европейская межбанковская ставка предложения. Подробнее см. разд. 8.1 учебника.

[21] Moscow Prime Offered Rate. Представляет собой усредненную ставку предоставления рублевых кредитов (депозитов) на московском денежном рынке. Подробнее см. разд. 8.1 учебника.

[22] Пункт 1 Указания о ПФИ.

[23] Этот термин иногда используется на рынке, но не является легальным. Такие облигации часто называют *инвестиционными* или *облигациями со структурным доходом*.

[24] Рег. номер: 4B0215201481B001P ISIN код: RU000A100VV6.

Systems plc, Safran S.A. Если цены акций не выходят из определенного эмиссионной документацией диапазона, то выплачивается дополнительный доход в размере 10% годовых.

Кроме Сбербанка, по состоянию на 06.10.2020 такие квазиструктурные облигации выпустили Газпромбанк, ВТБ, банк «Открытие» и Райффайзенбанк.

В отличие от структурных облигаций, квазиструктурные могут приобретаться неквалифицированными инвесторами, прошедшими тестирование.

Опцион эмитента — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и (или) при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента[25].

Пример. 01.07.2018 ПАО «Русские Балалайки» размещает 100 опционов эмитента, которые дают право владельцу этой ценной бумаги приобрести 100 обыкновенных акций ПАО «Русские Балалайки» 01.07.2021 по цене 10 руб. за акцию. При размещении инвесторы должны заплатить эмитенту за приобретаемые опционы эмитента.

Опционы эмитента появились в Законе РЦБ в 2003 г., но на практике такие бумаги не выпускаются. Вероятно, законодатель ввел эти бумаги для реализации так называемых долгосрочных программ мотивации сотрудников (в России чаще всего топ-менеджеров и ключевых специалистов). Однако опцион эмитента — крайне негибкий инструмент для формирования опционных программ, который не позволяет решать вопросы с включением в условия наделения правом на приобретение акций оценочных показателей (KPI), исключением из опционной программы, досрочным прекращением в связи с возникновением или изменением особых обстоятельств. Крупные российские и иностранные компании и банки разрабатывают и внедряют вышеназванные долгосрочные программы мотивации сотрудников, но никогда не используют опционы эмитента.

Субординированные облигации — особый вид облигаций, которые выпускаются только кредитными организациями на срок более пяти лет (такие облигации могут быть бессрочными[26]) и условиями которых не допускается досрочное погашение или досрочная выплата процентных (купонных) платежей. По субординированным облигациям возврат суммы номинала фактически находится под *отменительным условием* — выплата состоится при условии, если *не* произойдет одно из следующих событий:

---

[25] Статья 27.1 Закона РЦБ.

[26] Россельхозбанк первым из российских банков выпустил «*вечные*» облигации по российскому праву: летом 2016 г. разместил два выпуска «вечных» субординированных облигаций на 10 млрд руб. под 14,5% годовых, а в начале октября — еще один, на 5 млрд руб. под 14,25% годовых.

1) норматив достаточности собственных средств (капитала) банка-эмитента снизится ниже уровня, определенного Банком России;

2) Совет директоров Банка России утвердит план участия Банка России в осуществлении мер по предупреждению банкротства банка-эмитента;

3) Комитет банковского надзора Банка России утвердит план участия Агентства по страхованию вкладов (АСВ) в осуществлении мер по предупреждению банкротства банка-эмитента, предусматривающих оказание Банком России или АСВ финансовой помощи;

4) у банка-эмитента отзовут лицензию, и в отношении его будет открыто дело о банкротстве.

Эмиссия таких облигаций регламентирована Законом о банках[27].

Субординированные облигации имеют следующий комплекс условий:

1) эмитент — только кредитная организация;

2) срок погашения облигаций составляет не менее пяти лет либо не установлен;

3) выпуск должен быть зарегистрирован в Банке России;

4) невозможно произвести досрочную уплату процентов по облигациям и досрочное полное или частичное погашение облигаций без согласования с Банком России;

5) выплачиваемые по облигациям проценты и условия их пересмотра существенно не отличаются от среднего уровня процентов по аналогичным облигациям в момент их размещения или внесения изменений в решение о выпуске облигаций;

6) условия эмиссии облигаций, установленные зарегистрированным решением об их выпуске, содержат положение о том, что в случае несостоятельности (банкротства) кредитной организации требования по этому облигационному займу, а также по финансовым санкциям за неисполнение обязательств по субординированному облигационному займу удовлетворяются после удовлетворения требований всех иных кредиторов.

Номинальная стоимость одной облигации субординированного облигационного займа не может быть менее 10 млн руб. Такие облигации предназначены для квалифицированных инвесторов, неквалифицированные инвесторы не вправе их приобретать.

В 2018 г. в Законе РЦБ появились облигации без определения срока их погашения (вышеупомянутые ***«вечные» облигации***). Основная особенность этих бумаг заключается в том, что их владельцы *не* имеют права требовать погашения номинальной стоимости облигаций[28]; номинальная сумма облигации не погашается, но обязанность по выплате процентов бесконечна.

---

[27] Статья 25.1 Закона о банках.

[28] Представляется неудачным решением назвать эту ценную бумагу облигацией, так как сложилось устоявшееся понимание облигации как долговой ценной бумаги, содержащей безусловное право владельца на погашение ее номинальной стоимости. «Вечные» облигации, совершенно очевидно, не укладываются в это понимание. Корректнее было бы использовать другой термин для ценной бумаги с новым объемом прав владельцев.

«Вечные» облигации имеют давнюю историю в других странах. Известен любопытный случай выплаты дохода по такой бумаге спустя более 3,5 веков с даты выпуска. В 2003 г. Йельский университет приобрел документ за 24 тыс. евро в качестве музейного экспоната и не проявлял к нему интереса как к ценной бумаге. Облигация была выпущена 15.05.1648 голландским кооперативом De Stichtse Rijnlanden, состоявшим из землевладельцев и зажиточных граждан, которые управляли дамбами и каналами региона Нижний Рейн. Ценную бумагу, которая представляет собой кусок специальным образом обработанной козлиной кожи размером 20 × 33 см, выпустили для финансирования строительства причала на реке Лек. В 2015 г. куратор библиотеки отправился в Амстердам в штаб-квартиру управления за процентами и получил 136,2 евро[29].

Остановимся на отличительных характеристиках «вечных» облигаций.

1. Владельцы таких облигаций *не* имеют права:

а) требовать погашения номинальной стоимости облигаций (номинальная сумма облигации не погашается);

б) предъявлять требование о досрочном погашении таких облигаций даже в случае существенного нарушения условий исполнения обязательств по этим облигациям.

2. Обязанность эмитента по выплате процентов *вечна*: она никак не ограничена во времени.

3. Эмитент должен на дату регистрации в Банке России удовлетворять следующим требованиям[30]:

а) являться хозяйственным обществом (АО или ООО);

б) осуществлять свою деятельность не менее пяти лет;

в) в течение пяти последних завершенных отчетных лет у организации должны отсутствовать случаи существенного нарушения условий исполнения обязательств по облигациям;

г) организации должен быть присвоен кредитный рейтинг, соответствующий наивысшему уровню по национальной рейтинговой шкале для Российской Федерации[31].

4. *Инвесторами* в «вечные» облигации могут быть не все лица, а только квалифицированные инвесторы[32].

---

[29] <https://www.tbank.ru/invest/social/profile/Sergey218/16857377-b74c-43e1-af6f-80d9599cc65d/> (дата обращения: 10.09.2024).

[30] Статья 27.5-7 Закона РЦБ.

[31] По состоянию на 10.09.2024 кредитные рейтинги по национальной рейтинговой шкале вправе присваивать четыре кредитных рейтинговых агентства: АКРА, Эксперт РА, НРА и НКР. <https://cbr.ru/finm_infrastructure/ra/> (дата обращения: 10.09.2024).

[32] Очевидно, законодатель учел печальный опыт умышленного введения в заблуждение вкладчиков банков при конвертации их вкладов в CLN, фактически являвшиеся субординированными облигациями. Подробнее см. приложение 1 учебника.

5. *Условия облигаций не меняются.* Установлено, что эти облигации не конвертируются в иные эмиссионные ценные бумаги.

Отметим, что по общему правилу условия облигаций могут быть изменены при наличии согласия общего собрания владельцев облигаций[33].

6. *Особый порядок эмиссии* таких облигаций:

а) решение о размещении «вечных» облигаций принимается общим собранием участников (акционеров) хозяйственного общества — эмитента, квалифицированным большинством в 95% голосов всех участников (всех акционеров — владельцев голосующих акций) этого общества[34];

б) регистрацию выпуска таких облигаций осуществляет только Банк России.

7. *Решение о выпуске облигаций* может предусматривать право эмитента отказаться в одностороннем порядке от выплаты процентов по таким облигациям.

8. *Особенности требований владельцев «вечных» облигаций* при банкротстве эмитента следующие.

Требования кредиторов, являющихся владельцами облигаций без срока погашения, удовлетворяются *после* удовлетворения требований всех иных кредиторов. Иными словами, требования кредиторов по «вечным» облигациям субординируются требованиям по традиционным облигациям, так же как по другим требованиям третьей очереди[35].

Таким образом, «вечные» облигации — это инструмент, аналогичный субординированным облигациям, в которых также есть значительный риск для инвесторов.

1.7. ПРОСТЫЕ И СЛОЖНЫЕ ДЕРИВАТИВЫ

Деривативы подразделяют на простые[36] и сложные (табл. 10).

Простые деривативы содержат простое условие: в определенную дату поставить базисный актив или осуществить платеж, при этом размер обязательства зависит лишь от одного показателя (например, от курса рубля к евро).

---

[33] Подробнее см. гл. 6.1 Закона РЦБ.

[34] Это условие фактически делает невозможной эмиссию «вечных» облигаций крупными ПАО, акции которых торгуются на биржевых торгах. Дело в том, что в общих собраниях акционеров таких ПАО принимают участие менее 90% акционеров с правом голоса. Соответственно, преодолеть 95%-й барьер ПАО не имеют возможности.

[35] Об очередности удовлетворения требований кредиторов см. ст. 134 Закона о банкротстве.

[36] Например, опционный контракт, при заключении которого оговариваются вид базисного актива, объем контракта, цена покупки или продажи, тип и стиль, называется ***стандартным*** (standard), или ***«ванильным», опционом*** (plain vanilla option).

Таблица 10

Простые финансовые инструменты	Сложные финансовые инструменты
Доступны для всех участников оборота	Как правило, доступны только для «продвинутых» участников (квалифицированных инвесторов). «Простые» участники (неквалифицированные инвесторы) ограничены в совершении таких деривативов
Заключаются, как правило, на организованных торгах (где ценообразование прозрачно)	Заключаются, как правило, на внебиржевом рынке, реже на организованных торгах
Не налагают на участников рынка дополнительных обязанностей	Совершение сделок с «простыми» участниками налагает на профессиональных участников финансового рынка обязанности по соблюдению различных правил, прежде всего правил по предложению таких финансовых инструментов[1)]

[1)] Подробнее см. гл. 4 учебника.

Такие деривативы активно торгуются на биржах, так как их легко стандартизировать.

Пример. Расчетный фьючерс — рубль/доллар США, базисный актив — 1000 долл. США, расчет 15 сентября.

Сложные деривативы содержат условия, специально согласованные сторонами для конкретной ситуации. Такие деривативы индивидуальны и совершаются на внебиржевом рынке.

Пример. Валютный опцион с барьерным условием, который был заключен между Траснефтью и Сбербанком в декабре 2013 г., предполагал, что Транснефть обязуется произвести выплату в случае, если курс доллара США к рублю в период с декабря 2013 по сентябрь 2015 г. превысит барьер 45 руб./долл. США.

Деление на простые и сложные деривативы имеет большое практическое значение (см. табл. 10).

Российские нормативные акты разных уровней не содержат термины «простой дериватив» и «сложный дериватив». Однако фактически такое деление имеет место.

Закон РЦБ установил, что для заключения договоров-ПФИ как на биржевом, так и на внебиржевом рынке физическое лицо должно пройти процедуру признания квалифицированным инвестором или специальное тестирование[37].

[37] Эти правила вступили в силу с 01.04.2022.

СРО НАУФОР утвердила внутренний стандарт для своих членов с требованиями к взаимодействию с физическими лицами при предложении финансовых услуг[38]. В этом документе, в частности, регламентируется предоставление информации в форме паспорта финансового инструмента в случае предложения клиентам заключить следующие договоры-ПФИ или приобрести перечисленные ниже ценные бумаги со встроенным деривативом:

1) внебиржевые форвардные договоры,
2) внебиржевые опционные договоры колл и пут,
3) внебиржевые договоры своп,
4) внебиржевые договоры валютный своп,
5) внебиржевые договоры о будущей процентной ставке (FRA),
6) внебиржевые договоры Overnight Index Swap (OIS),
7) внебиржевые барьерные опционные договоры,
8) субординированные облигации,
9) структурные облигации с возможностью досрочного автопогашения,
10) структурные облигации со встроенным кредитным риском,
11) структурные облигации с доходностью, зависящей от значения индекса.

В данном случае российский законодатель идет в русле рекомендаций IOSCO и MiFID II[39], которые в рамках своих исследований и обзоров оперируют термином «сложный финансовый продукт».

IOSCO:

- устанавливает, что при инвестициях в сложные финансовые продукты[40] инвесторы нуждаются в дополнительном информировании и защите. Сложными предлагается признать все те финансовые продукты, которые может быть трудно понять инвесторам в силу структуры этих продуктов и сложности в оценке их стоимости и связанных с ними рисков. В качестве примеров сложных продуктов приводятся структурные продукты и деривативы;
- называет простыми («несложными») финансовыми продуктами обыкновенные акции, облигации, обращающиеся на организованных торгах, за исключением ценных бумаг со встроенным деривативом или структурированных таким образом, что усложняется понимание связанных рисков для клиента, паев инвестиционных фондов и стандартизированных биржевых деривативов.

«Простота финансового инструмента (ценной бумаги или ПФИ)» — понятие весьма условное.

---

[38] Внутренний стандарт НАУФОР о взаимодействии с физлицами, действует с 1 января 2021 г.

[39] В 2014 г. в ЕС были приняты Директива о рынках финансовых инструментов (MiFID II Directive; 2014/65/EU) и Регламент рынков финансовых инструментов (Markets in Financial Instruments Regulation — MiFIR; 600/2014).

[40] Пункт 4 ст. 25 Директивы MiFID II.

Пример 1. Расчетный фьючерс рубль/доллар США — инструмент довольно простой. Однако участнику торгов для заключения этого договора и поддержания открытой позиции необходимо предоставить гарантийное обеспечение. В определенный момент от участника может потребоваться внести дополнительное обеспечение, а при несвоевременном предоставлении такого обеспечения брокер может принудительно закрыть позицию клиента, что, вероятно, приведет к потерям для последнего. Подробнее см. гл. 5 учебника.

Пример 2. Расчетный фьючерс на нефть в течение долгого времени казался простым инструментом. Однако в 2020 г. цены на нефть ушли в отрицательную зону. Возникла очень странная ситуация, когда продавец нефти не только не получает от покупателя деньги за поставляемую нефть, но сам доплачивает, чтобы покупатель эту нефть забрал. В результате многие участники понесли огромные убытки. Подробнее см. гл. 5 учебника.

Пример 3. Корпоративная процентная облигация, казалось бы, простой инструмент. Однако инвестор может столкнуться не только с кредитным риском эмитента (последний не производит выплаты купонов), но и с тем, что эмитент изменит процентную ставку по этим облигациям, облигации станут непривлекательными для инвестиций и продать такую облигацию, не потеряв часть средств, будет невозможно.

Банк России в докладе для общественных консультаций «Предоставление информации юридическим лицам при заключении сложных деривативных сделок», опубликованном в феврале 2020 г.[41], предложил для обсуждения возможные критерии признания деривативных сделок сложными. Вероятно, в законодательство будет введена категория «сложные производные финансовые инструменты», совершение которых будет сопровождаться необходимостью раскрытия профессионалами информации в большем объеме.

1 октября 2023 г. все ПФИ, связанные с ценными бумагами или финансовыми организациями из недружественных иностранных государств, отнесены Банком России к финансовым инструментам для квалифицированных инвесторов[42].

1.8. СВЯЗЬ РЫНКА ДЕРИВАТИВОВ И НАЛИЧНОГО РЫНКА

Рынок деривативов тесно связан с наличным рынком (***спот-рынком***, от *англ.* spot — на месте). На спот-рынке стороны производят поставку и расчеты не-

[41] <https://cbr.ru/Content/Document/File/103396/Consultation_Paper_200213.pdf> (дата обращения: 10.09.2024).

[42] Указание Банка России от 09.01.2023 № 6347-У.

медленно (как правило, в течение двух дней). Сделки на спот-рынке называются ***спот-сделками*** или ***наличными*** (***кассовыми***) ***сделками***.

Срочный рынок может формироваться и развиваться только при наличии развитого спот-рынка.

> Пример. Стороны, заключившие форвардный договор на 1 млн акций ПАО «Сургутнефтегаз», в дату расчетов будут сравнивать цену 1 млн акций, зафиксированную в форвардном договоре, с ценой, которая сложится на определенной бирже в определенный момент времени. В отсутствие торгов акциями ПАО «Сургутнефтегаз» невозможно будет определить, кто из сторон и сколько должен будет заплатить другой стороне.

Стоит обратить внимание на то, что в ряде случаев рассматриваемая связь деривативного и наличного рынков играют злую шутку с хеджерами. Это прежде всего касается товарных ПФИ.

> Пример. На протяжении многих лет российские компании добывали нефть, газ, уголь, металлы и прочее в России и продавали их в Европу по европейским ценам. Рыночные цены на такие товары подвержены существенным колебаниям. Добывающие компании, заинтересованные в стабильных денежных потоках за свою продукцию, заключили в 2020–2022 гг. хеджирующие сделки с российскими банками. Эти сделки нацелены на прогнозируемость выручки от продажи продукции на длительные периоды при обычном объеме поставленной на экспорт продукции. Однако после февраля 2022 г. доступ компаний на европейские рынки был существенно ограничен. Уход российских компаний с европейского рынка повлек значительный рост цен на нефть, газ, металлы и прочее в Европе, что обусловило стремительное увеличение обязательств компаний по деривативам. При этом компании-хеджеры фактически потеряли доступ на европейский рынок, а соответственно, утратили денежный поток. Подробнее см.: кейсы Русский Уголь против ОТП Банка, Сбербанк против нефтяных компаний в приложении 1 учебника.

Очевидно, что у некоторых деривативов, таких как погодные, нет наличного рынка.

Важно отметить, что ни одна из сторон не должна иметь возможность влиять на цену базисного актива. В противном случае такая сторона получает нечестную возможность влиять на результат деривативной сделки.

Однако в истории встречались случаи, когда одна из сторон влияла на индикативный параметр, относительно которого выстраивались различные инвестиционные стратегии.

Так, для процентных деривативов важен надежный индикатор, на который они должны опираться. Долгое время во многих деривативах использовалась ставка LIBOR, которая рассчитывалась на основе данных, предоставляемых крупнейшими международными финансовыми институтами. Но в

какой-то момент выяснилось, что эти уважаемые респектабельные институты[43]... умышленно манипулируют данными. Разразился большой скандал. Регуляторы многих стран привлекли к ответственности различных сотрудников указанных институтов, а расчет ставки был взят под контроль, с тем чтобы избежать возможности манипулирования.

[43] В манипуляциях со ставками LIBOR и EURIBOR были обвинены Morgan Stanley, Rabobank, UBS, Deutsche Bank, JP Morgan и др. <https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%A1%D0%BA%D0%B0%D0%BD%D0%B4%D0%B0%D0%BB_%D0%B2%D0%BE%D0%BA%D1%80%D1%83%D0%B3_LIBOR> (дата обращения: 10.09.2024).