

ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ДЕРИВАТИВОВ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

© 2011 И.В. Бутурлин

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации

E-mail: shtif@bk.ru

Излагаются вопросы правового регулирования рынка производных инструментов, история возникновения, их виды, субъектный состав, особенности развития срочного рынка ФОРТС, тенденции.

Ключевые слова: производные финансовые инструменты, рынок ценных бумаг, срочный рынок, биржевой актив, хеджирование.

Мировой финансовый кризис привлек внимание к процессам, происходящим на срочных рынках. В начале XXI в. производные финансовые инструменты (деривативы) превратились из инструмента хеджирования риска в инструмент получения сверхприбыли. Профессор М.Г. Делягин подчеркивает: “Безумный, вышедший из-под всякого контроля рост производных ценных бумаг, раздача заведомо безвозвратных ипотечных кредитов и многоуровневая “перепаковка рисков”, ставшие непосредственными причинами глобального финансового кризиса, производят на неподготовленного наблюдателя шоковое впечатление”¹.

В настоящее время срочный рынок в России переживает стремительный рост. С каждым годом происходит неуклонное увеличение объемов и количества сделок. Так, объем торгов на 1 декабря 2009 г., по данным срочной секции РТС, вырос за год более чем в 5 раз и составил 85,6 млрд. руб., или 2 млн. контрактов, объем торгов на 1 декабря 2010 г. вырос за год более чем в 2 раза и составил 187,2 млрд. руб., или 3,6 млн. контрактов².

В данной связи необходимость совершенствования правового регулирования рынка деривативов является очень актуальной.

В.А. Галанов рассматривает понятие производных инструментов в двух аспектах и дает следующие определения: “В узком значении производные инструменты - это срочные контракты и особые условия их заключения и исполнения. В широком значении производные инструменты - это любые инструменты рынка, основывающиеся на первичных доходных активах, таких, как товары, деньги, имущество, ценные бумаги. Они используются для получения наибольшего дохода при заданном уровне риска или получения за-

данного дохода при минимальном риске, снижения размеров налогообложения и для достижения иных подобных целей, выдвигаемых участниками рынка”³.

В последнем случае класс производных инструментов включает в себя не только срочные контракты, но и любые другие новые инструменты рынка, такие как вторичные ценные бумаги в их потенциально бесконечном многообразии, комбинации ценных бумаг со срочными контрактами и т.п.

Е.Ф. Жуков относит к деривативам опционы на ценные бумаги, финансовые фьючерсы, варранты, депозитарные расписки⁴.

Производные ценные бумаги возникли в процессе развития рынка ценных бумаг в промышленно развитых странах.

Деривативы известны с XVII в. Твердые и условные сделки (сделки с премией или опционы) с товарами и ценными бумагами практиковались на Амстердамской бирже еще в первые десятилетия ее существования.

Фьючерсные контракты на поставку риса были известны в средневековой Японии. С середины XIX в. фьючерсные контракты на сельскохозяйственные товары становятся важнейшим инструментом в торговле зерном на североамериканском рынке.

Фьючерсы и опционы - основные инструменты торговли на всех современных товарных биржах (фьючерсы и опционы на нефть и нефтепродукты, цветные металлы, кофе, какао, зерно и пр.).

Широкое распространение производные инструменты получили в 70-е гг. XX в. Объективной причиной этого послужил крах Бреттон-Вудской валютной системы и введение плавающих валютных курсов. Последние послужили источником резко возросшей неопределенности при

принятии деловых решений. Это, в свою очередь, обусловило потребность в финансовых инструментах, позволяющих уменьшить риск при принятии решений. Цель обращения к производным финансовым инструментам - извлечение прибыли из колебаний цен соответствующего биржевого актива, а также защита (хеджирование) от нежелательного изменения рыночных цен на соответствующий биржевой актив.

О.В. Ломтатидзе считает, что для производных финансовых инструментов характерны следующие особенности⁵:

- их цена базируется на цене лежащего в их основе биржевого актива, в качестве такого актива могут выступать ценные бумаги;

- внешняя форма обращения производных инструментов аналогична обращению основных ценных бумаг;

- имеют ограниченный временной период существования (от нескольких минут до нескольких месяцев) по сравнению с периодом жизни самого биржевого актива;

- их купля-продажа позволяет получать прибыль при минимальных инвестициях по сравнению с другими ценными бумагами, поскольку инвестор оплачивает не всю стоимость актива, а только гарантийный (маржевой) взнос.

В отличие от классических ценных бумаг, предназначенных для привлечения долгосрочного капитала, основная экономическая функция деривативов - хеджирование, т.е. страхование от ценовых рисков. Их появление имело революционный характер для финансовых рынков. Теория управления рисками с помощью опционов и фьючерсов превратилась в важнейший раздел финансовой науки.

Рынки производных финансовых инструментов позволяют каждому контрагенту, независимо от другой стороны в сделке, перегруппировать или устранить риски. Например, чтобы устранить валютный риск по сделке иена - доллар, банк может заключить соглашение типа "своп", которое позволяет обменять платежи в иенах на доллары по заранее фиксированному курсу. Для устранения процентного риска банк может заключить процентный своп, по которому платежи по плавающей ставке (например, ЛИБОР) заменяются платежами по фиксированной процентной ставке. А для устранения кредитного риска банк может заключить контракт на рынке кредитных деривативов, который переносит риск дефолта на контрагента в сделке.

В действительности одновременное осуществление всех трех операций могло бы превратить иеновую ссуду с плавающей процентной ставкой в безрисковую ссуду в долларах и с фиксированной процентной ставкой. Перенос риска наиболее явно проявляется в операциях типа "своп", но эту же роль играют и другие деривативы (фьючерсы, форварды, опционы) и даже первичные ценные бумаги с элементами производных (конвертируемые облигации, варранты).

Объем рисков в экономике, конечно, не уменьшается, происходит именно их перенос или перераспределение от хеджеров к спекулянтам (профессиональным участникам рынка). При этом риск спекулянта компенсируется более высокой нормой доходности на этом рынке, обеспечиваемой наличием большого кредитного рычага (левериджа), недоступного при игре на рынках непосредственно базовых активов.

В последние годы появляются новые инструменты управления риском. Например, в 1995 г. возникли фьючерсные контракты, основанные на индексах страховых случаев (indices covering property and casualty insurance) и позволяющие страховым компаниям перераспределять риски по страхованию имущества и жизни между различными регионами. В сфере недвижимости внедрены новые инструменты, дающие возможность инвесторам торговать различными видами рисков, свойственных этому виду бизнеса. На некоторых биржах разработаны фьючерсные контракты, базовым активом которых стали макроэкономические показатели, например ВВП, инфляция, и даже физические (температура) - фьючерсы на погоду (weather futures).

Среди новых продуктов, предназначенных для дробления рисков, наиболее быстро развивающимися являются кредитные деривативы (credit derivatives). Рынок кредитных деривативов представлен в основном четырьмя видами продуктов: дефолтными свопами (credit default swaps), свопами на совокупный доход (total rate of return (TROR) swaps), связанными кредитными нотами (credit-linked notes), опционами на кредитный спред (credit spread options). Все кредитные деривативы за определенную плату переносят кредитный риск с одного контрагента в сделке на другого. Из четырех основных видов кредитных деривативов свопы на совокупный доход и опционы на кредитный спред наиболее часто используются на рынке долга развивающихся стран и

стран с переходной экономикой (примерно 1/2 всего рынка кредитных деривативов). Дефолтные свопы и связанные кредитные ноты чаще всего применяются при торговле банковскими займами.

Мировой рынок производных инструментов является неотъемлемой частью глобального финансового рынка. Существовая более 150 лет, этот рынок стал развиваться особенно быстрыми темпами с начала 70-х гг. XX в. после либерализации мировой финансовой системы и перехода к плавающим валютным курсам.

Будучи ранее исключительно биржевым, рынок деривативов в настоящее время развивается в двух формах - биржевого и внебиржевого рынков. Конкуренция биржевого и внебиржевого секторов послужила дополнительным стимулом к развитию рынка производных инструментов. Создание, наряду со стандартными биржевыми контрактами, рынка внебиржевых контрактов с индивидуальными условиями существенно расширило возможности участников рынка и финансовых менеджеров по страхованию рисков.

Развитие рынка деривативов во многом определяется происходящими изменениями на рынках базовых активов, изменением их относительной роли. Основными тенденциями рынка производных финансовых инструментов являются:

- глобализация и связанное с ней резкое обострение конкуренции;
- существенный рост рынка и либерализация его регулирования;
- расширение спектра торгуемых инструментов и изменение их относительной роли, а также существенное расширение состава участников;
- применение новых технологий и переход к системам электронной торговли;
- преобладание в целом внебиржевого рынка над биржевым;
- доминирование валютных контрактов в обороте внебиржевого рынка (основной тип контрактов - краткосрочные валютные свопы);
- доминирование процентных контрактов на биржевом рынке (основной тип контрактов - фьючерсы и опционы на государственные облигации и депозитные ставки).

Производные инструменты в настоящее время используются широким кругом участников рынка, а именно:

- индивидуальными инвесторами, для которых инструменты рынка деривативов, в частно-

сти, опционы, привлекательны из-за малого объема требуемых инвестиций;

- институциональными инвесторами для хеджирования портфелей и альтернативных денежному рынку вложений капитала;

- государственными финансовыми учреждениями и частными предприятиями с целью хеджирования вложений;

- банками и другими финансовыми посредниками, а также частными предприятиями для стратегического риск-менеджмента и спекуляций;

- инвестиционными фондами для увеличения эффективности вложений;

- хедж-фондами для увеличения дохода путем использования инструментов с большим "плечом" и с высоким потенциальным доходом;

- трейдерами по ценным бумагам для получения дополнительной информации о рынках базовых активов.

Торговля производными ценными бумагами в России началась с 1993 г., основной биржевой площадкой, на которой торгуются деривативы, является секция FORTS на РТС.

Рынок FORTS (фьючерсы и опционы в РТС) - интегрированный рынок по торговле срочными контрактами на фондовые активы и индексы, имеющий особую значимость для развития торговли производными ценными бумагами в России.

На рынке FORTS торгуется более 20 видов контрактов, обращаются фьючерсы и опционы, базисными активами которых являются акции российских эмитентов, индекс РТС, облигации, иностранная валюта, средняя ставка рублевого однодневного кредита (депозита) MosIBOR, сахар, нефть марки Urals и золото.

По данным РИА Новости, объем торгов на российском срочном рынке FORTS в 2009 г. составил 14,2 трлн. руб. (с начала года было заключено 74,3 млн. сделок с 474,4 млн. контрактов), увеличившись почти на 27 %. По результатам 2008 г. в FORTS было заключено 28,7 млн. сделок с 239,8 млн. контрактов на общую сумму 11,2 трлн. руб.

Объем открытых позиций по стандартным контрактам составил на конец 2009 г. 84,6 млрд. руб. (3,1 млн. контрактов). Максимальное значение объема открытых позиций было достигнуто 9 декабря - 156,1 млрд. руб., а среднее значение показателя в прошедшем году составило 93,8 млрд. руб.

В 2009 г. наиболее ликвидным контрактом стали фьючерсы на индекс РТС (доля данного инструмента в обороте составила 68,2 %, или 9,7 трлн. руб.). Вторую позицию заняли фьючерсы на курс доллар - рубль (6,8 %), оборот по фьючерсам на акции ОАО "Газпром" составил 6,6 % от общего оборота. Наиболее ликвидными опционными контрактами в 2009 г. стали опционы на фьючерсный контракт на индекс РТС (2,3 %)⁶.

Наибольшим препятствием в развитии российского сектора срочного рынка является недостаточное развитие законодательной базы в этой области. Развитие законодательства и нормативно-правовой базы по срочному рынку в целом значительно отстает от регулирования остальных сегментов финансового рынка в России.

Практически единственным законодательным актом, регулирующим заключение сделок с фьючерсами и опционами на биржах, остается закон РФ "О товарных биржах и биржевой торговле" от 20 февраля 1992 г.⁷. Хотя этот закон и создал правовую основу для обращения биржевых деривативов, устанавливая общие требования к Правилам бирж, регулирующим обращение фьючерсов и опционов, и к порядку лицензирования биржевых посредников, все же он достаточно общий и в настоящее время в значительной степени устарел и требует существенных доработок.

С момента его введения в действие никаких содержательных изменений и уточнений в него не вносилось. Вместе с тем за прошедшее время рынок и его инфраструктура существенно изменились.

Общие требования к фондовым биржам, организуя торговлю фондовыми деривативами, содержатся в законе "О рынке ценных бумаг"⁸ от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ, но наиболее существенные положения, в том числе понятийный аппарат, - в Налоговом кодексе РФ.

В ноябре 2009 г. был принят федеральный закон № 281-ФЗ "О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации"⁹. Этим законом были введены очень важные нормы в гражданское и специальное законодательство по производным финансовым инструментам. В законе было дано определение производного финансового инструмента. Кроме того, значительно расширен по сравнению со ст. 1062 Гражданского кодекса РФ перечень базисных активов, которые могут лежать в основе производных фи-

нансовых инструментов. В частности, туда попали погодные деривативы и кредитные деривативы.

Кроме того, появился единый регулятор по производным финансовым инструментам. Таким регулятором стала Федеральная служба по финансовым рынкам. Именно ей предоставлено право разрабатывать соответствующее подзаконное регулирование, и это также нашло закрепление в законе "О рынке ценных бумаг". Достижением закона является тот факт, что внесены изменения, которые легализуют возможность кредитным организациям заключать поставочные контракты при условии, что эти поставочные контракты будут закрыты без поставки до наступления срока, предусмотренного контрактом.

Для развития внебиржевого срочного рынка важна стандартизация срочных сделок и Генерального соглашения. Такая стандартизация внебиржевого срочного рынка существует во всех развитых странах.

В России же, когда партнеры желают между собой заключать срочные сделки на внебиржевом рынке, они всегда теряют много времени на согласование Генерального соглашения и срочных сделок, несут юридические риски, существуют проблемы с порядком заключения таких сделок, поскольку используются электронные средства связи и др. В силу этого российский срочный рынок в основном существует за рубежом.

Тремя организациями - Ассоциацией российских банков (АРБ), Национальной валютной ассоциацией (НВА) и Национальной ассоциацией участников фондового рынка (НАУФОР) - была выполнена работа по созданию стандартов Генерального соглашения о срочных сделках для российского финансового рынка. Единые стандарты сделок будут действовать на всем российском внебиржевом срочном рынке вне зависимости от базового актива. Разработанные стандарты опираются на международный опыт, прежде всего на Генеральное соглашение ISDA Master Agreement (это соглашение в свою очередь разработано авторитетной Международной ассоциацией свопов и деривативов ISDA).

С другой стороны, российское Генеральное соглашение адаптировано под российские же реалии: учитывает особенности российского законодательства и сложившуюся деловую практику. В международной практике существуют и другие регламенты, как, например, в Германии, однако был выбран опыт именно ISDA. Ведь многие российские участники рынка уже знакомы с этой документацией. Ряд российских

брокеров срочных сделок часто использовали документы ISDA, осуществляя сделки через оффшоры.

Генеральное соглашение - рамочный договор, используя который можно заключать различные внебиржевые срочные сделки. Это удешевляет и упрощает процедуру. В разработке стандартов Генерального соглашения о срочных сделках был учтен передовой международный опыт. Кроме того, в подготовке стандартов принимали участие все основные отраслевые организации финансистов.

Генеральное соглашение вводит такое новое и важное понятие, как институт ликвидационного неттинга (close - out netting).

Последнее предполагает прекращение всех обязательств по сделкам при наступлении обстоятельств, препятствующих исполнению сделок одной из сторон. Например, при неисполнении обязательств одной из сторон договора, понижении кредитного рейтинга, отзыве лицензии или вынесении судом решения о признании одной из сторон банкротом.

В оговоренных рамочным соглашением случаях происходит автоматическое прекращение обязательств, охватываемых рамочным договором, и расчет единой компенсационной выплаты. Генеральное соглашение предполагает существование такой процедуры ликвидационного неттинга.

Федеральный закон от 25 ноября 2009 г. № 281-ФЗ "О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации" легализовал возможность заключения генерального соглашения, определяющие основные условия, на которых участники рынка заключают соответствующие сделки. И легализован тот документ, который был разработан, рекомендован и одобрен ассоциациями, в том числе и Национальной валютной ассоциацией, для применения в виде примерных условий заключения срочных договоров.

Федеральный закон от 25 ноября 2009 г. № 281-ФЗ напрямую говорит о том, что такие отдельные условия могут включаться в соответствующие документы, разработанные саморегулируемыми организациями и опубликованные в средствах массовой информации либо размещенные в Интернете. Этим законом урегулирован вопрос, связанный с тем, каким образом организуется торговля срочными контрактами на биржевом рынке. Во-первых, предусмотрено, что срочные контракты могут торговать только

фондовые биржи и товарные биржи в части контрактов, базовым активом которых является товар. И второе новшество, которое введено законом, - это обязательно с 1 июля 2010 г. проведение такой торговли только через центрального контрагента - через клиринговую организацию.

Долгое время в России не существовало судебной защиты для срочных сделок, они признавались игровыми сделками пари. Взыскать долги по таким договорам от недобросовестного партнера было невозможно.

В январе 2007 г. в ст. 1062 ГК РФ были внесены поправки, устанавливающие судебную защиту срочных сделок с учетом субъективного состава участников.

Для развития срочного рынка важны инициативы по разработке стандартов внебиржевых срочных сделок, разработанных АРБ совместно с Национальной валютной ассоциацией (НВА) и НАУФОР. Необходимо дальнейшее совершенствование законодательной базы, регулирующей все аспекты производных ценных бумаг. Совершенствование производных инструментов необходимо для качественного развития отечественного фондового рынка.

В настоящее время, по мнению большинства участников рынка ценных бумаг, следует принять законы о клиринге и клиринговой деятельности, а также о ликвидационном неттинге. Отсутствие таких законов препятствует участию на российском срочном рынке нерезидентов.

¹ Делягин М.Г., Шеянов В.В. Мир наизнанку. Чем закончится экономический кризис для России? М., 2009.

² URL: <http://www.rts.ru/ru/archive/fortsmarketresults.html>.

³ Рынок ценных бумаг / под ред. В.А. Галанова. М., 2006. С. 155.

⁴ Рынок ценных бумаг / под ред. Е.Ф. Жукова. М., 2009. С. 36.

⁵ Базовый курс по рынку ценных бумаг / О.В. Ломтатидзе [и др.]. М., 2010. С. 191.

⁶ URL: <http://www.rian.ru/economy/20100114/204518103.html>.

⁷ Ведомости СНД и ВС РФ. 1992. 7 мая (№ 18). Ст. 961.

⁸ Российская газ. 1996. 25 апр. (№ 79).

⁹ Российская газ. 2009. 30 нояб. (№ 227).

Поступила в редакцию 09.01.2011 г.