

ВНЕБИРЖЕВЫЕ СРОЧНЫЕ СДЕЛКИ ПРИ БАНКРОТСТВЕ: СРАВНИТЕЛЬНО-ПРАВОВОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ АКТУАЛЬНЫХ ИНИЦИАТИВ ПО РЕФОРМИРОВАНИЮ РОССИЙСКОГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА*

ГЮНТЕР РАЙНЕР**

ВВЕДЕНИЕ

Пять лет назад в Москве вышел русский перевод моей докторской диссертации «Производные финансовые инструменты», опубликованной в Германии в 2002 г.¹ В то время для иностранных предприятий по ряду причин юридического характера было рискованно заключать внебиржевые (“over the counter” (ОТС)) срочные сделки (деривативы) с российскими контрагентами. В России в связи с этим предпринимались активные усилия по обеспечению конкурентоспособного в международном контексте рынка срочных сделок посредством создания соответствующих правовых рамок.

В 2007 г. в связи с принятием Федерального закона от 26 января 2007 г. № 5-ФЗ «О внесении изменений в статью 1062 части второй Гражданского кодекса Российской Федерации» был сделан важный шаг: ст. 1062 ГК РФ была дополнена п. 2, который вывел из под действия налагаемых законом ограничений некоторые срочные сделки

* Перевод статьи с немецкого на русский язык: Максим Леонидович Башкатов, ассистент, кафедра гражданского права, МГУ им. М.В. Ломоносова, при участии сотрудницы Г. Райнера, стажера-юриста Любови Двоскиной-Клетке. Г. Райнер благодарит, в частности, г-на Башкатова за ценную помощь.

** Гюнтер Райнер — доктор юридических наук, профессор гражданского, торгового, корпоративного, коммерческого, налогового права (Университет Гельмута Шмидта — Университет Бундесвера, г. Гамбург), судья Верховного Ганзейского суда г. Гамбурга.

¹ *Reiner G. Derivative Finanzinstrumente im Recht. Baden-Baden, 2002* (доступно в Интернете по адресу: http://www.gunterreiner.de/reiner2002_derivative-finanzinstrumente-im-recht.pdf); *Райнер Г. Деривативы и право. М., 2005*. При ссылках в настоящей работе указание на страницы соответствует немецкому оригиналу. Нумерация страниц в русском переводе, впрочем, почти совпадает с немецким текстом, таким образом, поиск соответствующих мест в тексте не вызовет затруднений.

(деривативы). По этому вопросу я выступал в сентябре 2008 г. в Красноярске на конференции «Финансовая система России: опыт и перспективы правового регулирования»¹, также была опубликована моя статья в декабрьском номере журнала «Закон»². Данную норму следует рассматривать в комплексе с последующей реформой того же года в сфере законодательства по надзору за финансовым рынком, а именно с Федеральным законом от 6 декабря 2007 г. № 334-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее – Федеральный закон о внесении изменений № 334-ФЗ), согласно которому в Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Федеральный закон № 39-ФЗ) было введено понятие «квалифицированные инвесторы». Согласно данной норме брокеры могли совершать сделки в интересах клиентов с «имущественными правами», указанными в п. 6 ст. 51.2 (имеются в виду срочные сделки), или «иными финансовыми инструментами» (определение было введено вступившим в силу с 1 января 2010 Федеральным законом № 281-ФЗ³), упомянутыми в ст. 2 рассматриваемого Закона, только если клиенты являются квалифицированными инвесторами (п. 5 ст. 3 Федерального закона № 39-ФЗ). При нарушении данного положения брокер обязан в том числе возместить инвесторам убытки, возникшие в связи с данными сделками (п. 6 ст. 3 Федерального закона № 39-ФЗ). Согласно п. 7 ст. 51.4 Федерального закона № 39-ФЗ (в новой редакции в соответствии с Федеральным законом о внесении изменений № 281-ФЗ) заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, предназначенными для квалифицированных инвесторов, может осуществляться только через брокеров;

¹ *Reiner G.* Rechtliche Probleme mit OTC-Derivaten in Russland: Anmerkungen eines Außenstehenden (Правовые проблемы OTC дериватов в России: замечания постороннего): Доклад на конференции «Опыт и перспективы правового регулирования // Материалы междунаро. науч.-практич. конф. (Красноярск, 4–5 сентября 2008 г.) / Сиб. федер. юрид. ин-т. Красноярск: ИПК СФУ, 2008 (с. 219–265 (по-немецки)).

² *Rainер P.* Синтетическая секьюритизация с деривативами – игра ли это? Размышления постороннего о норме ст. 1062 ГК РФ // Закон. 2008. Дек. С. 108–118.

³ 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» (далее – Федеральный закон о внесении изменений № 281-ФЗ).

согласно п. 6 ст. 51.4 рассматриваемого Закона заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, не на торгах фондовой биржи допускается при условии, что обеспечивающей выплаты стороной является кредитная организация, брокер или дилер, а стороной, имеющей право на получение выплат, является юридическое лицо.

Договоры, не соответствующие вышеуказанным нормам законодательства по надзору над рынком ценных бумаг, являются ничтожными (ст. 168 ГК РФ). Таким образом, новые нормы законодательства в сфере надзора над рынком ценных бумаг ограничивают п. 2 ст. 1062 ГК РФ:

Вместе с тем необходимо отметить, что по сравнению с изменением гражданско-правовых норм пока гораздо меньше сделано в отношении укрепления российского рынка срочных сделок в плане законодательства о банкротстве. Для этого необходимо обеспечить действительность определенных договорных положений в рамочных договорах по срочным сделкам (финансовые деривативы, товарные деривативы), которые при желании сторон договора должны снизить риск неплатежа (кредитный риск) в случае банкротства одной из сторон.

После ряда безуспешных попыток и на фоне дурной репутации деривативов, возникшей из-за финансового кризиса, в середине прошлого года тем не менее стало казаться, что уже не за горами принятие законопроекта № 186832-5 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части введения механизма ликвидационного неттинга)», который бы внес соответствующие изменения в общий Федеральный закон от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (далее – Федеральный закон № 127-ФЗ), а также в более старый Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 40-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций» (далее – Федеральный закон № 40-ФЗ).

9 июня 2009 г. Государственная Дума приняла в первом чтении соответствующий законопроект, внесенный Правительством РФ и Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР РФ), и направила его в Комитет по финансовому рынку (Постановление № 2240-5 ГД)¹.

¹ См. также заключение Комитета Государственной думы по финансовому рынку под редакцией В.М. Резника касательно первого чтения в Государственной думе (не

Однако принятие законопроекта приостановилось, в частности, в связи с тем, что законодатель одновременно рассматривал также и аспекты контроля и налогообложения деривативных инструментов, и по этим причинам, в частности, разработчики реформы в области банкротства стремились к координации данных процессов. О координации можно, однако, вести речь только весьма условно. Недавние изменения Федерального закона № 39-ФЗ, инициированные Министерством экономического развития РФ, привели не только к тому, что ссылка в законопроекте о неттинге на понятие «сделка с финансовыми инструментами» в соответствии с Федеральным законом № 39-ФЗ стала теперь неактуальной. Помимо этого есть основания полагать, что сам Федеральный закон № 39-ФЗ с учетом формулировок ст. 51.4 может теперь сам влиять на юридические аспекты банкротства.

В настоящей статье я хотел бы прокомментировать данные изменения на основе систематического подхода, примененного в моей докторской диссертации, который, как мне стало известно, был позитивно воспринят российскими специалистами. Также я хотел бы применить сравнительно-правовой метод и привести сравнение с немецким правом – в той степени, в которой это доступно мне как иностранцу, имеющему лишь фрагментарное представление о российском праве. Немецкое законодательство, которое будет являться ориентиром при данном сравнении, не является (в отличие от законодательства США) ведущим в мире¹ в сфере правового регулирования рынка срочных сделок в целом, а также в сфере правового регулирования банкротства при срочных сделках в частности. Однако

датировано, доступно в Интернете по адресу: <http://asozd2.duma.gov.ru/main.nsf>). Проект был там в целом поддержан в связи с его полезностью для улучшения стабильности и надежности национальной финансовой системы, однако Комитетом было выявлено большое количество пробелов в юридической технике и языковых недочетов.

¹ Тем не менее, например, в ст. 111 хорватского Закона о банкротстве имеется норма, похожая на немецкий Закон о неттинге (§ 104 InsO) (см.: *Falke M.* Insolvency Law Reform in Transition Economies: Dissertation. Frankfurt-am-Oder, 2003. P. 208 (fn. 850) (доступно в Интернете по адресу: <http://siteresources.worldbank.org/GILD/Resources/InsolvencyLawReforminTransitionEconomies.pdf> (по состоянию на 22 января 2010 г.)). Немецкая норма в то время в целом ориентировалась на § 362(b)(17) Кодекса о банкротстве США (Begründung des Regierungsentwurfs, Bundestags-Drucks. 12/2443, S. 145, zu § 118 Regierungsentwurf InsO).

все же за 15 лет накоплен значительный опыт применения немецкого Закона о неттинге.

В России как ни в одной другой стране за прошедшее время велась интенсивная дискуссия относительно правового регулирования деривативов, которое должно удовлетворять требованиям практики, а также гармонично вписываться в систему гражданского законодательства, и в особенности законодательства о банкротстве.

При этом в свете опыта, приобретенного в рамках текущего финансового кризиса, необходимо еще более внимательно подходить к ситуациям, когда представители финансового сектора обращаются к законодателю с предложениями об изменении законодательства, направленными на повышение их конкурентоспособности. Прежде чем соглашаться с такими предложениями необходимо очень внимательно проверить, нельзя ли с помощью имеющихся инструментов также успешно или даже лучше справляться с новыми финансово-экономическими феноменами. С учетом этого я не вижу никакой потребности в принятии закона, который бы целиком регулировал деривативы как отдельный тип договоров, включая заключение, прекращение договора, вопросы ответственности и санкций применительно к обязательствам по разъяснению особенностей договора профессиональным контрагентом контрагентам, у которых отсутствует соответствующий опыт, а также обязательства профессионального контрагента, связанные с надзором за данным видом деятельности¹.

А. ЗНАЧЕНИЕ И ПРИНЦИП ДЕЙСТВИЯ СРОЧНЫХ СДЕЛОК

Функционирующий рынок срочных сделок является предпосылкой для развития кредитного и финансового рынка, а также обеспечения предприятий современными инструментами по управлению рисками, и, таким образом, представляет собой обязательное условие для любой развивающейся экономики. Со времен российского финансового кризиса в 1998 г., взяв за основу весьма низкий исходный уровень, в России произошел гигантский рост в использовании

¹ См. в связи с данным аспектом проект логично провалившегося (вне связи с его внутренним содержанием) федерального закона «О производных финансовых инструментах» думского Комитета по собственности под руководством В.С. Плещачевского от 18 марта 2003 г.

деривативов (прежде всего биржевых, однако также и внебиржевых)¹.

Со второго полугодия 2001 г. до второго полугодия 2007 г. среднее количество новых договоров в день увеличилось в 25 раз – до 700 млн, а среднее количество открытых позиций в день увеличилось в 80 раз – до 5 млн договоров². В период с марта 2007 г. по конец февраля 2008 г. размер требований из деривативов вырос в 1,4 раза – до 3,6 трлн руб. (примерно 100 млрд евро)³.

Эти цифры впечатляют, однако сравнение с немецкими банками, которые в декабре 2007 г. держали деривативы ОТС рыночной стоимостью почти 1,2 трлн евро⁴, показывает, что у России имеется еще значительный потенциал роста. В этой связи решающее значение имеет правовое регулирование российского рынка срочных сделок. Прежде чем рассматривать данный вопрос по существу, я хотел бы еще очень кратко пояснить, о чем, собственно, идет речь, для тех, у кого термин «деривативы» вызывает ассоциации скорее с химией, чем с финансовыми продуктами.

Под «деривативами» или «деривативными договорами» понимаются в самом общем смысле двусторонние договора (или отдельные права, вытекающие из данных договоров, зафиксированные в отдельном документе), в которых обязанность исполнения обязательства сформулирована таким образом, что экономический результат от исполнения договора для обеих сторон зависит от некоего случайного элемента в форме количественного показателя, который может быть определен в будущем, т.е. имеет место стохастическая зависимость⁵. Таким образом, деривативы создают для сторон договора

¹ См. об этом подробнее: *Roffuß W.* Options, Futures, and Other Derivatives in Russia: An Overview. ZEW Discussion Paper No. 07-059. S. 3 ff. (доступно в Интернете по адресу: <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp07059.pdf> (по состоянию на 1 декабря 2009 г.)).

² Так в Заключении Правительства РФ от 14 апреля 2009 г. к законопроекту № 186832-5: средний ежедневный объем торговли вырос с 27,5 до 683,8 тыс., а среднее количество открытых позиций в день выросло с 61,1 тыс. до 5 млн договоров.

³ Источник: ЦБ РФ (http://www.cbr.ru/eng/statistics/credit_statistics).

⁴ Источник: Немецкий федеральный банк (<http://www.bundesbank.de/statistik>).

⁵ О более узком определении деривативов, которое относит к таковым только договоры, предусматривающие исполнение обязательств в денежной форме и противопоставляет такие деривативы «деривативоподобным» сделкам, предполагающим передачу иного ликвидного имущества, чем деньги (акции, проценты, товары) см.: *Reiner G.* Derivative Finanzinstrumente im Recht (Fn. 1). S. 12, 18.

симметричные *шансы получить прибыль* или *риски убытков*. Данный эффект определяет две важные и противоположные по отношению друг к другу цели использования деривативов. Деривативы могут быть использованы для *спекуляции* или аналогично договору страхования – для снижения рисков путем их *страхования*.

В первых договорах, ставших известными под наименованием «деривативы», в качестве будущих показателей в вышеприведенном смысле, от которых зависело обязательство по крайней мере одной из сторон (обязательство по оплате) или от которых зависела ценность обязательства (обязательства по поставке определенного товара), фигурировало следующее: изменение обменных курсов (валютные деривативы), процентные ставки (процентные деривативы), впоследствии также курсы акций (деривативы на акции), рыночные цены на товары, торгуемые на биржах (товарные деривативы). Индикаторы, с помощью которых определяются соответствующие будущие показатели (например, обменные курсы, процентные ставки, курсы акций, цены товаров, индексы) называют «базисными показателями» (англ. “underlyings”). Экономическая успешность дериватива зависит, таким образом, от значения (например, курса акций), которое принимает соответствующий базисный показатель в момент, предусмотренный договором. В этом смысле ценность дериватива является производной (деривативной) от значения базисного показателя. Данная особенность нашла свое отражение в названии этого финансового инструмента.

Из-за того, что случайный элемент находится в будущем и выражается в том, что по крайней-мере одна из сторон должна выполнить свое обязательство в определенный момент в будущем, получило распространение обозначение «срочные сделки»¹.

Основными формами срочных сделок являются фиксированный *срочный контракт купли-продажи* («форвард» (внебиржевой контракт), «фьючерс» (биржевой контракт)) определенного товара с изменчивой рыночной стоимостью (процентные инструменты, валюта, акции) и *опцион* на продажу или покупку с фиксированной

¹ Термином, противоположным термину «срочная сделка» (с исполнением в натуре – об этом см. в следующем разделе), является «кассовая сделка». Данный термин обозначает куплю-продажу ценных бумаг, валюты, финансовых инструментов или товаров, которая, в отличие от срочных сделок, должна быть исполнена непосредственно после заключения сделки, т.е., как правило, не позднее чем через два дня.

премией. Сделки с периодическими сроками исполнения обязательств (с одной или с обеих сторон) известны под общим английским обозначением “swap”¹. В то время как фиксированные срочные сделки и большинство свопов² характеризуются обоюдно фиксированными (т.е. не находящиеся под каким-либо потестативным условием) обязательствами (хотя объем или ценность являются случайными), а также одинаковыми (симметричными) шансами получить прибыль или убыток (так называемые фиксированные сделки), то профиль риска в опционах носит ассиметричный характер — аналогично договору страхования. Для опционов свойственно, что на одной стороне (приобретатель опциона) — возможный убыток, а на другой стороне (продавец опциона) — возможная прибыль ограничены изначально определенной суммой (опционная премия).

Наиболее простым способом поставить в зависимость экономический успех сделки от изменения базисного показателя является *контракт на разницу цен* (срочная сделка с покрытием разницы деньгами). Например, при срочной сделке о покупке акции с компенсацией разницы цен речь идет не о передаче акции за заранее определенную цену в определенный срок (о срочных сделках, предусматривающих исполнение в натуре см. ниже), а об обязательстве продавца по срочной сделке компенсировать покупателю при наступлении установленного срока разницу между ценой, согласованной при заключении срочной сделки (срочная цена), и кассовой ценой акции к данному сроку, если данная разница окажется больше нуля. Так как срочная цена ориентируется на кассовую цену при заключении договора, а также на ожидания изменения ее курса в будущем, то компенсация будет выплачиваться в случае, если кассовая цена к определенному сроку окажется ниже, чем это ожидал покупатель по срочной сделке. Одновременно продавец по срочной сделке со своей стороны обязуется выплатить в установленный срок

¹ Подробнее о видах и механизмах деривативов см., например: *Reiner G. Derivative Finanzinstrumente im Recht* (Fn. 1). S. 1 ff. — или любую иную книгу о деривативах, например недавно опубликованную: *Schüwer U., Steffen S. Funktionen und Einsatz von Finanzderivaten // Außerbörsliche (OTC) Finanzderivate: Rechtshandbuch / J.-C. Zerey* (Hrsg.). Baden-Baden: Nomos, 2008. S. 33 ff.

² Исключением являются так называемые Credit Default Swaps, которые имеют характер опционов (см.: *Reiner G., Schacht J.A. Credit Default Swaps und verbriefte Kreditforderungen in der Finanzmarktkrise: Bemerkungen zum Wesen verbindlicher und unverbindlicher Risikoverträge. Teil 2 // Wertpapier-Mitteilungen. 2010. Heft 9. S. 385, 388 ff.*)

отрицательную, с его точки зрения, разницу между срочной и кассовой ценами, в случае если цена акций, вопреки его ожиданиям, оказалась выше срочной цены. В отличие от деривативов, предусматривающих исполнение в натуре, деривативы на разницу цен являются не операциями купли-продажи, а договорами о риске (алеаторный договор).

К такому же экономическому результату (без учета более высоких транзакционных издержек) стороны пришли бы при соглашении об *исполнении в натуре* («физическое» исполнение — в данном случае обмен акции на деньги), если бы покупатель по срочной сделке затем продал свою приобретенную при наступлении срока у продавца акцию на (ликвидном) рынке за стоимость, соответствующую базовому показателю, а продавец по срочной сделке после передачи акции сам приобрел на рынке еще одну акцию такого же типа.

К такому же финансово-экономическому эффекту, включая эффект рычага, т.е. идентичным платежным операциям, включая эффект финансирования, пришел бы покупатель по срочной сделке, если бы он приобрел акцию не в согласованный срок, а сразу на рынке (при этом он бы взял в долг покупную цену акции, которую необходимо выплачивать сразу), разместил акцию на хранение на своем счете депо, а затем при наступлении срока (срок, установленный для срочной сделки из вышеприведенного примера) продал акцию и погасил заем за счет цены продажи акции. Срок займа соответствовал бы при этом сроку срочной сделки, таким образом, данную конструкцию можно было бы обозначить, как «синтетическая» срочная сделка по покупке». Аналогичную позицию продавца по срочной сделке можно представить как заем ценной бумаги с одновременным предоставлением займа («синтетическая» срочная сделка по продаже»).

Данный пример показывает связи между кассовым рынком и рынком срочных сделок, которые могут иметь место в отношении одного и того же базового актива и на которых основаны две важнейшие финансово-экономические особенности типичных деривативов: их *воспроизводимость* в любой момент посредством сделок с базовым активом на кассовом рынке и связанная с этим возможность их оценки в любой момент. Здесь имеется в виду, что позитивная или негативная рыночная стоимость (“fair value”), т.е. стоимость, отражающая шансы и риски изменения показателей базового

актива, в любой момент действия срочной сделки *теоретически* может быть рассчитана на основе выручки, полученной из равнозначной финансово-экономической сделки на кассовом рынке (позитивная рыночная стоимость), а также расходов, необходимых для совершения такой сделки (негативная рыночная стоимость), т.е. на основе стоимости базового актива на кассовом рынке, а также безрискового рыночного процента для денежного или вещного займа¹. Одновременно с этим связана возможность обеих сторон договора в любой момент во время срока действия срочной сделки выйти из рискованной позиции посредством соответствующей встречной сделки на кассовом рынке (*ликвидируемость* деривативов в любой момент). Предпосылкой для финансово-экономических свойств воспроизводимости и ликвидируемости, которые можно называть основными структурными элементами деривативов², является то, что они отражают базовый актив, который можно хранить и для которого существует ликвидный кассовый рынок. Классические процентные, валютные деривативы и деривативы на акции, как правило, соответствуют данной предпосылке; кредитные деривативы, напротив, обычно ей не соответствуют; никогда ей не соответствуют такие виды деривативов, как деривативы на погоду, на данные официальной экономической статистики, деривативы на климатические условия, стоимость фрахта, телекоммуникационных услуг (так называемые *bandwidth derivatives*), деривативы на какие-либо физические, биологические или химические переменные³. Возможность их оценки в

¹ Подробнее об этом см., например: *Reiner G. Derivative Finanzinstrumente im Recht* (Fn. 1). S. 61 ff.

² Благодаря функции дериватива как структурного элемента в рамках *финансового арбитража*, нейтрального с точки зрения рисков, возможно использование разницы цен между кассовым рынком и рынком срочных сделок. Наряду с хеджированием и спекуляцией это является третьей областью применения данных инструментов.

³ См. Перечень базовых активов в приложении I разд. С № 10 Директивы ЕС о финансовых рынках, а также Положение об имплементации (ЕС) 1287/2006 к данной Директиве: В данной Директиве в качестве базового актива упоминаются в том числе также «изменение климата, расценки на фрахт, права на эмиссию, уровень инфляции и прочие данные официальной экономической статистики», «имущественные ценности, права, обязательства, индексы и показатели». Рассматриваемое положение дополнительно содержит такие переменные, как «пропускная способность телекоммуникационных каналов», «наличие складских помещений для хранения товара», «наличие мощностей для передачи или транспортировки товаров – кабельные сети, трубопроводы или иные средства», «разрешение, кредит, допуск, право или иная

любой момент зависит от наличия ликвидного вторичного рынка, на котором данные контракты могут быть перепроданы или нейтрализованы (ликвидированы) посредством встречной сделки. В связи с тем, что, в частности, кредитные деривативы сыграли особую роль при распространении финансового кризиса, часть актуальных инициатив по реформированию законодательства по контролю в данной сфере направлена на то, чтобы повысить ликвидность вторичного рынка деривативов, в особенности кредитных деривативов, посредством способствования стандартизации торговли через центрального контрагента (“central counter-party” (CCP)).

Объективная возможность оценки и ликвидации требований и обязательств из текущих деривативов, если таковые возможности имеют место (см. выше), отличает подобные договоры от рискованных позиций других типов (например, игр) и является критерием, которому придается решающее значение при правовом регулировании данных инструментов, в связи с которым может быть обоснован особый подход при правовом регулировании (аспекты договорного права, банкротства, надзора в сфере банковской деятельности, бухгалтерские и налоговые аспекты) подобных деривативов по сравнению с другими деривативами и прочими инструментами по управлению рисками¹. Это является центральным выводом моей доктор-

имущественная ценность, которые напрямую связаны с поставкой, распределением или потреблением энергии, произведенной на основе возобновляемых источников энергии», «геологическая переменная, переменная, обусловленная окружающей средой или иными физическими явлениями», «прочие имущественные ценности и прочие права, природа которых позволяет их чем-то заменить, кроме права на получение услуги, которое может быть передано» и, наконец, «индекс или масштаб, связанный ценой, стоимостью, объемом сделок с имуществом, правами, услугами или обязательствами». С 1 января 2010 г. имеется также российское определение производного финансового инструмента в ст. 2 Федерального закона № 39-ФЗ. В данном определении в качестве базовых активов наряду с товарами, ценными бумагами, обменными курсами, процентными ставками, событиями, связанными с кредитами, называются также уровень инфляции, официальные статистические данные, значения физических, биологических и (или) химических показателей состояния окружающей среды (см. также Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР России) от 4 марта 2010 г. № 10-13/пз-н «Об утверждении Положения о видах производных финансовых инструментов» (вступил в силу 4 мая 2010 г.).

¹ Соответственно, по сравнению с вложениями на кассовом рынке (финансируемыми за счет кредитных средств) структура рисков репродуцируемых деривативов не содержит каких-либо особенностей и не требует, таким образом, специального правового регулирования вложений в кассовый рынок с точки зрения защиты прав инве-

ской диссертации; применительно к банкротству далее я еще вернусь к данной мысли.

В. ПРЕДПОСЫЛКИ ЗАКОНОПРОЕКТА № 186832-5

Комплексная структура и динамика подверженности рискам предприятий часто делают необходимым заключение большого количества срочных сделок и постоянное обновление портфеля. Ввиду ограниченного количества достаточно кредитоспособных контрагентов, для целей минимизации транзакционных издержек и в связи с возможностью зачесть различные платежные требования из различных сделок (так называемых неттинг платежей) предприятия остаются часто с одним и тем же контрагентом, если их не удовлетворяют стандартизированные биржевые продукты. К коммерческим отношениям в этом случае, как правило, применяется письменный рамочный договор (“Master Agreement”). В международном обороте наиболее распространено использование англоязычных рамочных договоров от 1992 г. и 2001 г., разработанных Международной ассоциацией свопов и деривативов (International Swaps and Derivatives Association Inc. (ISDA))¹, являющейся по некоторым сведениям по количеству членов крупнейшей в мире организацией участников рынка финансовых сделок. С середины 2009 г. существует и русскоязычный рамочный договор, разработанный группой представителей банковского сообщества² по образцу рамочных договоров ISDA, – «Примерные условия договора о срочных сделках на финансовых рынках 2009 г.».

В основе данного подхода, помимо рационализации затрат на документацию и совершение отдельных сделок путем отсылки к ра-

стора. Европейская Директива по финансовым рынкам 2004/39/EG отражает данную проблематику, так же как и российский Федеральный закон № 39-ФЗ.

¹ Об этом см.: *Reiner G. OTC-Derivate nach dem ISDA Master Agreement // Münchener Vertragshandbuch (Internationales Wirtschaftsrecht). 6. neubearbeitete Aufl. Bd. IV / R.A. Schütze, L. Weipert (Hrsg.). München: C.H. Beck, 2007. Komm. 1 ff. (S. 709 ff.) (ISDA Master Agreement 1992), Komm. 1 ff. (S. 827 ff.) (ISDA Master Agreement 2002).*

² Рамочный договор с приложениями, соответствующими различным видам продуктов, а также образцами формуляров для отдельных сделок опубликованы в Интернете на сайтах Ассоциации российских банков (АРБ), Национальной валютной ассоциации и Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР), например по адресу: <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=7492> (по состоянию на 22 января 2010 г.).

мочному договору, а также реализации неттинга платежей, лежит также дополнительное сокращение двустороннего кредитного риска (риска неплатежа) благодаря особым положениям, предусмотренным на случай банкротства.

В случае неисполнения обязательств отдельные сделки объединяются в одном договоре, который может быть единовременно прекращен (положение договора об объединении). К этому добавляются положения о так называемом ликвидационном неттинге (“Close-out Netting”¹). В частности, в случае банкротства одной из сторон они предусматривают автоматическое расторжение либо возможность расторжения всех отдельных обоюдных сделок в рамках одного (единого) рамочного договора, проведение расчетов по данным сделкам в рамках единого требования на основе позитивной или негативной рыночной стоимости, выраженной в единой валюте. Таким образом, учитывается то обстоятельство, что требования по оплате при наступлении банкротства еще не возникли, также они не могут быть рассчитаны, так как находятся в зависимости от показателей стоимости базового актива и, следовательно, расчет по ним в рамках неттинга платежей невозможен. Объединение отдельных сделок в единый договор превращает их в несамостоятельные позиции единого платежного требования, с тем чтобы избежать конфликта с какими-либо запретами зачетов при банкротстве.

Кроме того, Close-out Netting должен, по расчетам его разработчиков, помешать арбитражному управляющему выборочно (вопреки интересам необанкротившейся и исполняющей все свои обязательства стороны договора) воспользоваться своим (существующим в большинстве юрисдикциях) правом выбора между продолжением существующих договоров и их прекращением. Опасение состоит, в

¹ В качестве примера автоматического прекращения см. § 6 ISDA Master Agreement в ред. от 1992 г. и 2002 г., а также первое предложение § 6.3 российских Примерных условий договора о срочных сделках на финансовых рынках 2009 г. («6.3. Если в отношении Стороны наступает Банкротство... обязательства Сторон по всем Сделкам прекращаются автоматически в Рабочий день, непосредственно предшествующий дню наступления Банкротства...»). Термин “Close-out netting” можно, в частности, найти в абз. 1 ст. 7 англоязычной редакции Директивы 2002/47/ЕС Европейского парламента и Совета от 6 июня 2002 г. «О финансовых гарантиях» (ABIEU № L 168/43 от 27 июня 2002 г.), а также в п. h и j абз. 2 ст. 31 Конвенции УНИДРУА о регулировании обращения ценных бумаг, учитываемых на счете ценных бумаг у посредника, от 9 октября 2009 г. Об этом см. также ниже, сн. 424.

частности, в том, что арбитражный управляющий мог бы ограничиться продолжением тех имеющихся деривативов, которые ввиду их актуальной положительной рыночной стоимости предполагают получение дохода для конкурсной массы, однако по деривативам, рыночная стоимость которых является негативной, арбитражный управляющий мог бы таким же образом отказаться осуществить исполнение и предложить контрагенту предъявлять требования о возмещении ущерба в соответствии с соответствующей очередью, предусмотренной законодательством о банкротстве (т.е. избирательный подход (англ. “cherry picking”)¹). По сравнению с этим возможные потери стороны, исполняющей свои договорные обязательства, из-за очередности удовлетворения требования кредиторов при банкротстве были бы меньше в случае немедленной ликвидации всех открытых сделок и расчетов по ним на основе сальдирования их рыночной стоимости.

В другом моем научном труде² я подробно обосновывал, почему нахожу неубедительной вышеприведенную аргументацию, которая является общепризнанной и весьма доходчивой благодаря доходчивому словесному обороту “cherry picking”. Причем ее неубедительность мне видится не только с юридической (об этом см. далее в п. D.I.), но и с чисто практической точки зрения. Мне представляется далекой от реальности точка зрения, что арбитражный управляющий, имеющий базовые познания в финансах и экономике, будет при реализации своего права выбора действовать схематично по принципу позитивной (“in the money”) или негативной (“out of the money”) рыночной стоимости. Это следует, в частности, уже из того факта, что рыночная стоимость может измениться к концу срока действия договора, превратившись из негативной в позитивную, и наоборот. Следовательно, решение арбитражного управляющего продолжить действие договора с позицией “in-the-money” (по мне-

¹ Касательно этого см. обоснование законопроекта (с. 11) Комитета по законодательству в банковской сфере Ассоциации региональных банков России от 5 мая 2007 г. касательно внесения изменений в Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций» (http://www.kluwerevents.ru/file/070615/proekt_-_bankrotstvo_bankov.pdf (по состоянию на 22 января 2010 г.)); а также, например: *Davidovski M., Runova V.* Derivatives and insolvency in Russia: recent developments // Law in transition online. 2007. Oct. P. 6 (<http://www.ebrd.com/downloads/research/law/lit072.pdf>).

² *Reiner G.* Derivative Finanzinstrumente im Recht. S. 193.

нию арбитражного управляющего) вовсе не гарантирует, что в конце срока действия положительная рыночная стоимость сохранится, т.е. кредитор должен будет, не получая никакого встречного исполнения, осуществлять платежи в доход конкурсной массы (при контракте на разницу цен) или же осуществлять исполнение в натуре (при сделке с исполнением в натуре). Таким образом, в общем случае является неверным тезис аргументации “cherry picking” о том, что в результате выборки арбитражным управляющим по вышеописанной схеме контрагент окажется ущемленным. В отдельном случае и при рассмотрении ситуации *post factum* вполне возможно, что при определенном изменении стоимости базового актива контрагент окажется в более выигрышном положении при вышеописанном развитии событий, несмотря на очередность при банкротстве, по сравнению с ситуацией, когда все сделки остаются в силе до конца их срока. Арбитражный управляющий вполне может и просчитаться. Кроме того, как раз солидные промышленные предприятия приобретают деривативы не для спекуляций, а для покрытия внешних рисков (хеджирование). С точки зрения должника или арбитражного управляющего многое говорит в пользу того, что необходимо оставить в силе срочную сделку, страхующую другую позицию (хедж), даже если она в данный момент является “out-of-the-money”, до тех пор пока страхуемая таким образом позиция еще не закрыта в рамках процедуры банкротства. Также и в случаях, когда речь не идет о хеджировании, ответственные участники рынка должны будут оценивать свой портфель срочных сделок по совокупному риску с учетом видов ценных бумаг в портфеле и их соотношения, так что с точки зрения арбитражного управляющего было бы как раз неосторожностью осуществлять произвольную выборку из общего портфеля тех сделок, которые в данный момент случайным образом демонстрируют положительную рыночную стоимость, без учета их вклада в совокупное распределение рисков.

Как бы то ни было в любом случае решающим вопросом, который постоянно занимает участников рамочных договоров вне зависимости от применимого к ним права, является вопрос о том, являются ли действительными и принудительно исполнимыми положения договоров о ликвидационном неттинге в соответствующей юрисдикции в случае возникновения спорных ситуаций. В качестве возможных оснований недействительности в законодательстве о

банкротстве различных стран могут выступать нарушения в следующих трех сферах:

- право выбора арбитражного управляющего;
- специальные запреты зачетов, присущие законодательству о банкротстве;
- положения об оспаривании сделок при банкротстве.

Такого рода соображения лежат в основе российского законопроекта о неттинге. Данный законопроект направлен на то, чтобы сделать российский рынок срочных сделок конкурентоспособным в международном масштабе. В большинстве промышленно развитых стран, включая Германию, а также во все большем числе развивающихся стран с растущими финансовыми рынками (например, Мексика, ЮАР) уже существуют специальные нормы о банкротстве, которые обеспечивают реализацию механизма ликвидационного неттинга срочных сделок в рамках банкротства¹. ISDA представила Типовой закон (“Model Netting Act”)², третья редакция которого учитывает ряд инициатив из практики некоторых государств и обращено к государствам, таким как Россия, которые намерены переработать собственное законодательство о банкротстве³. В разъяснениях к законопроекту о неттинге № 186832-5 содержится фраза, напрямую отсылающая к указанному Типовому закону, разумеется, не вдаваясь в дальнейшие детали.

¹ Разъяснения к законопроекту № 186832-5 прямо указывают: «практически все страны Евросоюза, а также Австралия, Бразилия, Канада, США, ЮАР, Японии и др».

О самом актуальном состоянии законодательства о неттинге см. обзор в Интернете по адресу: http://www.isda.org/docproj/stat_of_net_leg.html (по состоянию на 22 января 2010 г.).

² См.: http://www.isda.org/docproj/model_netting.html (по состоянию на 22 января 2010 г.).

³ A retrospective of ISDA’s activities 2006–2007. NY: ISDA, 2007. P. 8 (http://isda.org/www/Retropective_2006-2007_Master.pdf). В данном контексте упоминаются такие государства, как Ангилья, Аргентина, Коста-Рика, Чили, Маршалловы острова, Маврикий и Перу.

С. ИСХОДНАЯ СИТУАЦИЯ В РОССИЙСКОМ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВЕ О БАНКРОТСТВЕ ПРИ ПОДГОТОВКЕ ПРОЕКТА РЕФОРМЫ

Основными источниками законодательства о банкротстве в России являются два вышеуказанных федеральных закона о банкротстве: № 127-ФЗ и № 40-ФЗ.

I. Право выбора арбитражного управляющего

Право выбора арбитражного управляющего закреплено в ст. 102 общего Федерального закона № 127-ФЗ, а также в ст. 27 (право выбора временной администрации) и ст. 50.34 (право выбора конкурсного управляющего) Федерального закона № 40-ФЗ. Согласно данным нормам (временный) управляющий имеет право в течение трех месяцев после своего назначения отказаться от исполнения договоров, если они препятствуют восстановлению платежеспособности должника или влекут убытки для конкурсной массы (п. 1 и 2 ст. 102 Федерального закона № 127-ФЗ).

На положения п. 6 ст. 102 общего Федерального закона № 127-ФЗ и п. 2 ст. 50.34 Федерального закона № 40-ФЗ (в редакции Федерального закона от 28 апреля 2009 г. № 73-ФЗ) главным образом направлены предложения по реформированию от 2009 г. Данные нормы законов должны быть дополнены положениями о том, что (временный) арбитражный управляющий может осуществлять свое право выбора в отношении сделок, объединенных под одним рамочным договором («из единого договора») только единообразно: либо отказаться от исполнения всех сделок, либо согласиться продолжить все сделки. Проект не содержит какого-либо определения рамочного договора. Во всяком случае исходя из замысла разработчиков данная норма должна быть применима к принятым в международном обороте рамочным договорам о срочных финансовых сделках, в частности к рамочным договорам ISDA, а также вышеуказанному русскоязычному рамочному договору. В пользу такого толкования (в случае если законопроект о неттинге № 186832-5 будет принят) говорят и соответствующие недавние изменения в Федеральный закон № 39-ФЗ. В данном Федеральном законе с 1 декабря 2010 г. вступила в силу новая ст. 51.4 («Особенности заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами»), которую следует читать в связке со ст. 2 указанного Федераль-

ного закона, в которой дано определение производного финансового инструмента и которая, таким образом, опережает законопроект о неттинге.

Пункты 2–4 рассматриваемой статьи, создающие новые регулятивные рамки в сфере надзора над торговлей деривативами, содержат упоминание о практике заключения рамочных договоров. При этом в п. 2 прямо упоминается возможность предусмотреть в таком рамочном договоре («генеральном соглашении (едином договоре)») положения о прекращении договора («исполнение (прекращение) договора»); п. 4 дополняет это возможностью прекращения *всех* деривативов при неисполнении или ненадлежащем исполнении другой стороной обязательств по договору; далее в п. 4 уточняется, что в договоре при этом должен быть установлен порядок определения компенсации (размер, сроки).

Пункт 3 рассматриваемой статьи прямо разрешает в рамочных договорах отсылку к условиям, разработанным для указанного договора саморегулируемыми организациями на рынке ценных бумаг и опубликованным в печати или размещенным в Интернете. Данная норма не в последнюю очередь относится к русскоязычному рамочному договору, в котором содержится детальное положение о ликвидационном неттинге.

Ввиду принятия вышеприведенных новых норм следует задаться вопросом, не исчерпан ли уже этим вопрос о законопроекте № 186832-5, так как единое прекращение рамочных договоров в соответствии с соответствующими договорными положениями кажется несочетаемым с правом выбора арбитражного управляющего на единое продолжение всех договоров, как это предусматривается в законопроекте. Однако в данном случае осмотрительность не будет лишней, так как ст. 51.4 Федерального закона № 39-ФЗ не упоминает банкротство напрямую, а говорит о «неисполнении» в общем. Кроме того, данная норма содержится в Законе, предметом которого в первую очередь является функционирование финансового рынка и защита интересов инвесторов. По крайней мере суды низших инстанций, по большому счету не имеющие представления о потребностях международной договорной практики, могут прийти к заключению, что ст. 51.4 не распространяется на право выбора арбитражного управляющего.

II. Запреты зачета при банкротстве

Вторая группа норм о банкротстве, с которыми может конфликтовать ликвидационный неттинг, — это запреты на зачет. Соответствующие применимые положения рамочных договоров стремятся избежать коллизии посредством закрытия всех сделок *до* начала процедур банкротства¹. Однако такие положения подвержены риску быть оспоренными из-за ущемления ими законных интересов других кредиторов (об оспаривании при банкротстве см. III.).

Необходимо заметить, что в российском Гражданском кодексе, так же как и в Германском гражданском уложении, предусмотрена возможность зачета встречных однородных требований посредством заявления о зачете (односторонняя сделка) (ст. 410 ГК РФ), а не автоматический зачет в силу закона, как это предусмотрено в других юрисдикциях.

Специальные нормы законодательства о банкротстве, предусматривающие запрет зачетов, с которыми положения договоров о ликвидационном неттинге могут вступать в коллизию, есть и в российском праве, однако их область применения по сравнению с немецким законодательством гораздо более ограничена.

Согласно п. 1 ст. 63, п. 1 ст. 81 и третьему предложению п. 8 ст. 142 общего Федерального закона № 127-ФЗ не допускается прекращение денежных обязательств должника путем зачета встречного однородного требования, если при этом нарушается установленная п. 4 ст. 134 данного Закона очередность удовлетворения требований кредиторов. Через общую норму ст. 180 Федерального закона № 127-ФЗ запрет на зачеты, предусмотренный п. 1 ст. 63 и п. 8 ст. 142 Федерального закона № 127-ФЗ, применим и к кредитным учреждениям с учетом их особенностей². Таким образом, действительность договорных положений о ликвидационном неттинге в каждом отдельном случае могла бы зависеть от того, нет ли требований

¹ Параграфы 6.1, 5.2(a) российских Примерных условий договора о срочных сделках на финансовых рынках 2009 г. соответствуют данным условиям, так как они предусматривают через признаки несостоятельности (банкротства), что наличие материальных предпосылок банкротства, указанных в российском законодательстве, является случаем нарушения обязательства (“Event of Default”).

² Таков общий итог, не приводя здесь конкретных норм (см.: *Davidovski M., Runova V.* Op. cit. P. 6 (fn. 23)).

более высокого ранга (расчеты по требованиям граждан, перед которыми должник несет ответственность за причинение вреда жизни или здоровью, также компенсация морального вреда; выплата выходных пособий и заработная плата по трудовым договорам), конкурирующих с требованиями кредитора, против которых производится зачет¹. Подобные ситуации исключаются в рассматриваемом контексте расчета по отдельным сделкам после прекращения рамочного договора, однако на практике возможен, хотя и маловероятен случай, когда несостоятельный контрагент по срочной сделке попытается зачесть свое право на получение компенсации по сделке с требованиями другой стороны более высокого ранга.

Даже если бы имелись запреты на зачет при банкротстве, которые имели бы существенное значение для финансового сектора, или если бы таковые были введены впоследствии, то их применимость к ликвидационному неттингу (по крайней мере после вступления в силу ст. 51.4 Федерального закона № 39-ФЗ) является сомнительной. Указанная норма допускает прямую возможность заключения рамочных договоров с положениями о прекращении в случае неисполнения, а также предусматривает, что в договорах должен быть урегулирован порядок выплаты компенсации в случае прекращения договора. Это означает, что требования о компенсации в связи с отдельными прекращенными сделками могут быть рассчитаны совместно: в качестве несамостоятельных расчетных позиций единого требования или в рамках зачета. Однако, как уже указывалось выше, не совсем ясно, применима ли в принципе данная норма при банкротстве.

Во всяком случае законопроект от 2009 г., если он в конечном итоге будет принят, устранил последние сомнения по вопросу устойчивости ликвидационного неттинга по российскому праву к запретам зачета при банкротстве. Предлагаемые п. 2 и 3 ст. 4.1 Федерального закона № 127-ФЗ предусматривают расчет через так называемое нетто обязательство по финансовым сделкам (в соответствии с определением п. 1 ст. 4.1), в отношении которых согласовано одновременное прекращение. Пункт 1 ст. 4.1 напрямую отсылает к «имущественным правам», называвшимся так до 1 января 2010 г., — срочным сделкам согласно п. 6 ст. 51.2 Федерального закона № 39-

¹ См.: *Davidovski M., Runova V.* Op. cit. P. 6 (fn. 23). Действительность ликвидационного неттинга зависит, таким образом, от конкретного случая.

ФЗ, которые в соответствии с терминологией п. 5 ст. 3 Федерального закона № 39-ФЗ должны быть переименованы в «прочие финансовые инструменты». Как уже было упомянуто выше, в рамках недавних изменений Федерального закона № 39-ФЗ, внесенных в соответствии с Федеральным законом о внесении изменений № 281-ФЗ, п. 6 ст. 51.2 Федерального закона № 39-ФЗ был исключен и заменен определением «производные финансовые инструменты» в ст. 2 Федерального закона № 39-ФЗ. Таким образом, очевидно, что законопроект не может теперь быть принят без внесения в него соответствующих изменений. Если Государственная Дума РФ решит взять за основу данный законопроект, то данная отсылка должна быть заменена. Хотя новое определение «производных финансовых инструментов» является более широким, чем прежнее описание срочных сделок согласно п. 6 ст. 51.3, однако Правительство РФ в любом случае (как можно судить по отсылке в предложенном в начале 2009 г. законопроекте о неттинге) не видело причин ограничивать весьма широкое определение деривативов из законодательства о рынке ценных бумаг для целей законодательства о банкротстве. Есть основания полагать, что законодатель не замедлит перенести новое понятие деривативов в законодательство о банкротстве (см. критику этого в D.П.2.b).

Новый п. 12 ст. 142 Федерального закона № 127-ФЗ, дополняющий п. 4.1, призван внести ясность, что ограничения данной статьи (включая запрещение зачетов согласно третьему предложению п. 8) действуют только применительно к требованиям кредиторов по «нетто-обязательствам» в соответствии с определением ст. 4.1. В дополнение к этому кредиторы по «нетто-обязательствам» должны быть в будущем прямо указаны наряду с прочими кредиторами третьей очереди (п. 4 ст. 134 Федерального закона № 127-ФЗ) («в третью очередь производятся расчеты с другими кредиторами, в том числе кредиторами по нетто-обязательствам»).

III. Возможность оспаривания сделок при банкротстве

Положения о ликвидационном неттинге, как правило, сформулированы таким образом, что они автоматически прекращают¹ дого-

¹ Так в § 6.3 российских Примерных условий договора о срочных сделках на финансовых рынках 2009 г. (см. выше, сн. 16).

вор либо предоставляют право на расторжение (рамочного) договора стороне, должным образом исполняющей свои договорные обязательства, причем заблаговременно, еще до начала процедур банкротства, при появлении первых признаков (например, неисполнение договорных обязательств). Перенесение прекращения договора на более ранний момент времени призвано обезопасить от коллизии с правом выбора арбитражного управляющего. Однако подобные положения договоров подвержены риску оспоримости в соответствующих юрисдикциях, если будет сочтено, что они ставят кредитора в невыгодное положение. Так же как и в законодательстве большинства государств, в российском праве существуют нормы об оспаривании сделок при банкротстве. В соответствии с Федеральным законом от 28 апреля 2009 г. № 73-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», вступившим в силу 5 июня 2009 г., были всесторонне ужесточены правила для всех текущих и будущих процедур банкротства.

Из общего Федерального закона № 127-ФЗ было исключено прежнее положение об оспаривании сделок (ст. 103). Взамен в Закон была включена новая гл. III.1. «Оспаривание сделок должника» (ст. 61.1–61.9), которая, по крайней мере с точки зрения немца, чересчур многословно перечисляет все возможные случаи ущемления прав и законных интересов кредиторов, а также критерии определения недобросовестности контрагента. Аналогичные изменения были приняты для кредитных организаций: оспаривание сделок в соответствие со ст. 28 Федерального закона № 40-ФЗ (временная администрация) было значительно расширено путем отсылок к п. 1 ст. 50.34 рассматриваемого Федерального закона (касательно механизма реализации см. п. 1(3) ст. 50.10 Федерального закона № 127-ФЗ). Отсылка, предусмотренная в п. 1 ст. 28 Федерального закона № 40-ФЗ, относительно вопросов банкротства к другим законам (с учетом особенностей Федерального закона № 40-ФЗ) была уточнена и теперь содержит прямое указание на общий Федеральный закон № 127-ФЗ (с расширенным перечнем оснований оспаривания, предусмотренным ст. 61.1, а также последующими статьями данного Закона). Одновременно с этим из Федерального закона № 40-ФЗ было исключено ставшее лишним основание оспаривания, предусмотренное п. 2 ст. 28 прежней редакцией данного Закона (оспаривание, если цена сделки и иные условия существенно в худшую для

кредитной организации сторону отличаются от цены и иных условий, при которых в сравнимых обстоятельствах совершаются аналогичные сделки).

В свете вышеописанного ужесточения законодательства о банкротстве необходимо заметить, что до внесения изменений в Федеральный закон № 39-ФЗ в соответствии с Федеральным законом о внесении изменений № 281-ФЗ в ноябре прошлого года имела место реальная опасность оспаривания ликвидационного неттинга, предусматриваемого (рамочными) договорами. Также в связи с этим остается неясной возможность распространения действия ст. 51.4 Федерального закона № 39-ФЗ в новой редакции в части признания рамочных договоров на правоотношения, возникающие при банкротстве.

Законопроект о неттинге не предусматривает пересмотра норм об оспаривании сделок при банкротстве. Это было бы вполне разумно, так как в законопроекте нигде не говорится о том, что положения о прекращении рамочных договоров относятся только к законодательству о контроле в области рынка ценных бумаг и не относятся к законодательству о банкротстве (к примеру, немецкое законодательство в этом вопросе отличается: там предусмотрено даже прекращение рамочных договоров о «финансовых услугах» *в силу закона* (предл. 1 и 3 абз. 2 § 104 Положения о банкротстве (InsO)¹). Однако, с другой стороны, нормы о правах арбитражных управляющих по-прежнему вызывают серьезные сомнения применительно к рамочным договорам в том, что в случае банкротства российского контрагента прекращение договора (автоматическое или на основании заявления соответствующей стороны договора) является допустимым.

D. ПРАВОВАЯ ОЦЕНКА

I. Особенности срочных сделок при банкротстве

В другой моей работе², опираясь на три основных принципа законодательства о банкротстве: запрет отдельного принудительного исполнения, принцип равноправия, а также признание двустороннего характера договора, — я уже подробно описывал, что текущие

¹ См. русский перевод § 104 InsO в Приложении к настоящей статье; актуальную немецкую редакцию всего InsO см. в Интернете по адресу: <http://bundesrecht.juris.de/bundesrecht/inso>.

² *Reiner G. Derivative Finanzinstrumente im Recht (Fn. 1). S. 196–200.*

срочные сделки (контракты на разницу цен или контракты с исполнением в натуре) *не являются* «полностью или частично не исполненными должником или третьим лицом сделками» (так называемыми оспоримыми сделками) с точки зрения норм о правах арбитражного управляющего (абз. 1 § 103 немецкого Положения о банкротстве (InsO)), если такие сделки *в любой момент времени имеют определяемую и реализуемую рыночную стоимость* (т.е. основаны на ликвидной и устойчивой базовой стоимости) и, следовательно, могут в любой момент быть ликвидированы и воспроизведены на финансовом рынке. Напротив, исходя из этого целесообразно и систематически правильно, если законодатель при открытии процедуры банкротства объявит данные сделки прекращенными в силу закона и ограничит воплощенную в них позитивную или негативную рыночную стоимость единым требованием о выплате компенсации в пользу одной или другой стороны (такое решение предложено в абз. 1 и 2 § 104; см. об этом далее). В связи с тем, что стохастически обусловленные обязательства (требования об исполнении обязательств) имеют объективно вычисляемую финансово-экономическую стоимость (отражающую шансы и риски в связи с колебаниями стоимости базового актива), которая в любой момент может быть реализована, то можно рассматривать двусторонние стохастически обусловленные *обязательства* в фиксированных сделках с симметричной структурой рисков (форварды, фьючерсы, большинство свопов) иначе, чем обычные договоры обмена, как уже заключенный синалагматический обмен исполнениями или, вернее, уже совершенный обмен обоюдными обязательствами по исполнениям. Что касается опционов, то в этом случае обмен исполнениями соответственно происходит при выплате премии в качестве встречного исполнения покупателя опциона за передачу ему обязательства по исполнению¹.

Для опционных прав (применительно к дериватам — деривативы с исполнением в натуре²) эта точка зрения известна в контексте

¹ См. соответствующий обзор возражений относительно игры (Spieleinwand): *Paй-нер Р.* Синтетическая секьюритизация с деривативами — игра ли это? С.108, 109–110, 115, а также более подробно: *Reiner G.* Derivative Finanzinstrumente im Recht (Fn. 1). S. 131 ff.

² *Casper* (Der Optionsvertrag, Tübingen: Mohr Siebeck, 2005. S. 96) указывает на то, что «деривативные опционы» (в его понимании — опционы *на разницу цен*) «путем исключения в договоре или вследствие фактической невозможности обеспечить по-

(вызывающей споры) так называемой теории деления (также известной, как «теория двойного договора» или «теория двух договоров»). Данная теория, которая (обоснованно или же, напротив, необоснованно) претендует на применимость не только к деривативным опционам, но и к опционным сделкам всех видов, различает (в отличие от так называемой теории объединения) договор, направленный на двусторонний обмен (*sui generis* или купля-продажа права), который обосновывает права на опцион, и последующий, основанный на данном опционном праве отдельный договор купли-продажи (не находящийся под условием)¹. С точки зрения бухгалтерской и налоговой отчетности в Германии единодушно исходят из того, что деривативные опционы (с исполнением в натуре или на разницу цен) активируются при заключении договора, т.е. не остаются неучитываемыми для целей отчетности как «оспоримые сделки» до наступления срока права на опцион². Однако также и фиксированные сделки вписываются в данную картину: финансово-экономически их можно с точки зрения рисков разложить на обоюдные опционные права (Put и Call), которые стороны предоставляют друг другу (обмен опционными правами).

Представленное здесь разделение обоснования обусловленных рисками обязательств по исполнению, с одной стороны, и их исполнения, с другой стороны, при рассмотрении двустороннего характера деривативных договоров является не только логичным — оно имеет практическое значение, выражающееся в обоснованном отношении к финансово-экономическим особенностям деривативов.

Необходимость в продолжении договора ввиду особого, нуждающегося в правовой защите интереса конкурсной массы (и, как следствие, интереса кредиторов) в исполнении контрагентом своего обязательства (когда обанкротившаяся сторона является бенефициаром) или, напротив, в исполнении обанкротившейся стороной

следующий договор» «потеряли существенные характеристики договора опциона, а именно его функцию до заключения договора».

¹ Об этом см.: *Reiner G. Derivative Finanzinstrumente im Recht* (Fn. 1). S. 14 ff.; см. Подробнее: *Casper M. Op. cit.* S. 48 ff., для которого «теория деления является более предпочтительной» (S. 48).

² См., например: *Geib G. Wirtschaftsprüfer-Handbuch: Wirtschaftsprüfung, Rechnungslegung, Beratung.* Bd. I. IDW, 2006. Abschnitt E, Rz. 50 m.w.N.; Bundesfinanzhof, Urt. v. 18.12.2002 - I R 17/02, Bundessteuerblatt, Teil II, 2004, 126

стохастически обусловленного обязательства отсутствует (*так же как отсутствует необходимость в праве выбора у арбитражного управляющего*), если договор может быть ликвидирован и дублирован, а следовательно, у обеих сторон имеется возможность вновь открыть закрытые ими при прекращении договора позиции на финансовом рынке¹; с финансово-экономической точки зрения контрагенты являются, таким образом, заменимыми. Более того, учитывая сложность исполнения своих обязательств обанкротившейся стороной, прекращение деривативов в случае банкротства на основании соответствующего положения договора является не только безвредным для конкурсной массы, но также и справедливым по отношению к контрагенту, не нарушающему своих договорных обязательств, который при других обстоятельствах, если бы его контрагент был финансово состоятельным, смог бы получить удовлетворение своих требований. Данное утверждение справедливо не только для отдельного договора, но и для совокупности договоров, объединенных под одним рамочным договором.

Обосновываемое таким образом *сокращение* экономического и юридического содержания текущих деривативов при банкротстве контрагента до одного права требования, подлежащего незамедлительному удовлетворению (или до одного обязательства, подлежащего незамедлительному исполнению) в размере рыночной стоимости соответствующей позиции на ближайший момент времени, представляет собой в действительности единственное объективное оправдание прекращения или ликвидации данных сделок в силу закона или на основании договора (а не избежание спекуляций² или избирательного подхода конкурсного управляющего³; об этом см. выше, в разделе В).

Идея о недопустимом ущемлении прав и законных интересов кредитора из-за положений договора о его прекращении и выте-

¹ *Reiner G. Derivative Finanzinstrumente im Recht (Fn. 1). S. 200 ff., 203 ff.*

² Однако это значит в отчете Правового комитета по правительственному законопроекту немецкого Положения о банкротстве в связи со специальными нормами о финансовых срочных сделках (BT-Drucks. 12/7302 19. April 1994. S. 149, 167 ff.).

³ Это следует из отчета Правового комитета (BT-Drucks. 12/7302. S. 149, 167). Согласно отчету «необходимо обеспечить, чтобы все неисполненные требования из финансовых срочных сделок, заключенных между сторонами, могли быть сальдированы «неттинг»».

кающего из этого *оспаривания* в рамках процедуры банкротства таких положений договора при данном взгляде на вещи оказывается далекой от реальности, в частности, даже тогда, когда момент прекращения срочных сделок переносится на время до начала процедуры банкротства¹.

Еще одним следствием возможности в любой момент оценить и ликвидировать срочные сделки является то, что требование о компенсации в связи со сделкой по одному (единственному) деривативу может рассматриваться как требование, возникшее до начала процедуры банкротства. Данное требование отражает лишь актуальную позитивную или негативную стоимость текущего договора, которая возникает не в момент (вызванного банкротством) прекращения договора, а развивается с момента заключения договора. Данное утверждение имеет значение для норм о банкротстве (например, § 94–96 немецкого Положения о банкротстве), которые ставят в зависимость *возможность зачета требований* в рамках банкротства от их возникновения до начала процедуры банкротства, и таким образом данные нормы могут препятствовать расчетам по рыночной стоимости в отношении всех сделок, объединенных одним рамочным договором, посредством единого требования о выплате компенсации. Однако я не вижу данного риска в контексте российских норм о зачете при банкротстве, которые направлены исключительно на обеспечение очередности при банкротстве (п. 1 ст. 63, п. 1 ст. 81, предл. 3 п. 8 ст. 142 общего Федерального закона № 127-ФЗ).

Как было отмечено выше, в разд. А., из ликвидируемости и дублируемости (воспроизводимости) договоров (которые собственно и оправдывают особый подход к дериватам) можно исходить (с учетом финансово-экономических закономерностей), когда договоры предусматривают поставку ликвидного и способного храниться базового актива (исполнение в натуре), когда финансовые обязательства зависят исключительно от изменения стоимости такого базового актива (контракт на разницу цен) или когда существует достаточно ликвидный вторичный рынок. При этом факт того, яв-

¹ См. отдельные группы случаев «банкротства», которые, в свою очередь, являются основаниями для досрочного прекращения договора (“Event of Default”) согласно § 5(a)(vii) 1992 и 2002 ISDA Master Agreement. Там, помимо начала процедуры банкротства, обозначены также неплатежеспособность или даже просто письменное заявления должника о невозможности заплатить.

ляются ли данные сделки вместе с другими сделками частями единого рамочного договора или нет, не имеет значения для целей законодательства о банкротстве. Иная ситуация со срочными сделками, которые не отвечают вышеперечисленным финансово-экономическим критериям (например, деривативы на погоду и уровень инфляции, не имеющие ликвидного вторичного рынка) и по этим причинам являются особенно рискованными: исключение для них в нормах о праве выбора арбитражного управляющего (а также первоначально ввиду возражения относительно игры (*Spieleinwand*), так как право выбора предполагает наличие обязательства сделки¹), возможно, не лишено политико-правового основания, однако является непоследовательным с точки зрения системности.

II. Подход в немецком праве

В какой степени законодатель учитывает данные аспекты? Обратимся сначала к немецкому законодательству, на которое (наряду со ссылками на французское и швейцарское право) имеется ссылка в законопроекте № 186832-5.

Изначальная немецкая норма о неттинге, содержащаяся в § 104 InsO, в основном сочетается с представленным выше подходом (в другой работе я уже подробно останавливался на этом вопросе²). В частности, предусмотрено автоматическое прекращение товарных и финансовых срочных сделок в случае начала процедуры банкротства в отношении имущества контрагента (абз. 1 и предл. 1 и 2 абз. 2 § 104 InsO), которое исключает право выбора для арбитражного управляющего, предусмотренное § 103 InsO. Далее предусматривается: расчет по прекращенным сделкам на основе рыночной или биржевой стоимости на второй день после начала процедуры банкротства, если иное не предусмотрено договором (абз. 3 § 104 InsO); признание юридического единства всех сделок, объединенных одним рамочным договором (предл. 3 абз. 2 § 104 InsO). Признание юридического единства обеспечивает то, что все сделки прекращаются при начале процедуры банкротства в рамках одного рамочного договора (абз. 1 § 104 InsO) и компенсация по ним осуществляется через еди-

¹ Об этом см.: *Райнер П.* Синтетическая секьюритизация с деривативами – игра ли это? С. 108, 111–112.

² *Reiner G.* Derivative Finanzinstrumente im Recht. S. 206 ff.

ное право требования, основанное на неисполнении одной из сторон своих обязательств. При этом отдельные сделки отражаются лишь как отдельные расчетные позиции. Таким образом, заранее исключается конфликт с нормами Закона о зачетах в рамках банкротства (§ 94 и последующие InsO). Также объективная область применения, определенная в законе как: (i) «поставка товаров, имеющих рыночную или биржевую стоимость» (абз. 1 §104 InsO) или (ii) оказание «финансовых услуг, имеющих рыночную или биржевую стоимость» к определенному моменту времени (предложение 1 абз. 2 §104 InsO)), – несмотря на некоторые языковые неясности, в конечном итоге представляется обоснованной в связи с тем, что критерий наличия «рыночной или биржевой стоимости» при его толковании означает возможность определения стоимости, а также возможность ликвидировать соответствующие договоры. Кроме того, законодатель использует в рассматриваемой статье слово «в частности» перед перечнем базовых активов (поставка драгоценных металлов, передача ценных бумаг или аналогичных прав, валюта, расчетные единицы) и перечнем сделок (исполнение в натуре, контракт на разницу цен, фиксированные сделки, опционы). Таким образом, законодатель обеспечивает применимость данных положений и к разновидностям финансовых сделок, которые могут появиться в будущем¹.

Если нормы о товарных срочных сделках с исполнением в натуре (в заголовке закона используется обозначение «фиксированные сделки») согласно абз. 1 и абз. 3 § 104 в подобной форме содержались еще в Положении о банкротстве от 1877 г., то норма о «финансовых срочных сделках» (данное обозначение использовалось в заголовке Закона в редакции, действовавшей с 1999 по 2004 гг.²) абз. 2 § 104 InsO была принята в качестве ответа на требования современного рынка срочных сделок³. Более глубокое обоснование для принятия специальных норм о банкротстве применительно к товарным

¹ Об этом прямо сказано в отчете Правового комитета касательно § 118 правительственного законопроекта InsO (BT-Drucks. 12/7302. S. 145).

² InsO был подготовлен в 1994 г., но вступил в силу лишь 1 января 1999 г. Однако норма § 104 InsO *de facto* была введена уже 1 августа 1994 г. в форме идентичной по содержанию ст. 15 Закона «О торговле ценными бумагами и изменении положений законодательства о биржах и ценных бумагах – Второй закон о поддержке фондового рынка» (Bundesgesetzblatt (BGBl). Teil I. 1994. 26. Juli. Nr. 48. S. 1749, 1783), а также 19 октября 1994 г. еще раз в также идентичной ст. 105 Вводного закона к InsO.

³ См. выше, пояснения в сн. 410 и последующие.

и финансовым срочным сделкам, чем идея о необходимости исключить возможности «курсовых спекуляций со стороны арбитражного управляющего»¹ не прослеживается в подготовительных материалах к законопроекту.

До настоящего времени не наблюдалось каких-либо новых тенденций по дальнейшему развитию немецкого законодательства о ликвидационном неттинге. О какой-либо новой судебной практике также нет информации. Однако необходимо отметить изменения², которые были внесены в § 104 InsO в связи с Законом от 5 апреля 2004 г. об имплементации Директивы ЕС о финансовых обеспечениях 2002/47/ЕС³. Статья 7 в сочетании с литерой n абз. 1 ст. 2 Директивы ЕС о финансовых обеспечениях предписывает странам — членам ЕС признавать «зачет вследствие прекращения» соглашения (или согласно другой редакции Директивы (имеющей такую же обязательную силу) — “close-out netting”), который имеет единственной своей целью предоставление финансового обеспечения (или по крайней мере преследует данную цель наряду с другими). В связи с этим немецкий Закон об имплементации расширил примерный перечень возможных «финансовых услуг» (№ 1–5 предл. 2 абз. 2 § 104 InsO), которые до этого описывались как исполнения, являющиеся предметом срочных сделок (и (или) кассовых сделок с поставкой в течение одного или двух дней), в соответствии с требованиями вышеуказанной Директивы ЕС, в частности в перечень был добавлен № 6 («Финансовые обеспечения, указанные в абз. 17 § 1 Закона о кредитной деятельности»). Финансовыми обеспечениями, указанными в предл. 1 абз. 17 § 1 Закона о кредитной деятельности (KWG)⁴, являются «наличные и безналичные деньги, ценные бумаги, инструменты денежного рынка, а также прочие долговые расписки, включая связанные с ними права и требования любого рода», которые предос-

¹Отчет Правового комитета правительственного законопроекта InsO (BT-Drucks. 12/7302. S. 167 (об этом см. выше, в п. 1.); подтверждено обоснованием правительственного законопроекта об имплементации финансовых обеспечений (Begr. RegE. BT-Drucks. 15/1853. S. 15: «Основной целью законодателя при принятии данной нормы» являлось «исключение права выбора управляющего в отношении данных сделок и избежание нестабильности и спекуляций в дальнейшем»).

² BGBl. Teil I. 2004. 8. April. Nr. 15. S. 502.

³ См. выше, сн. 393.

⁴ Актуальная редакции KWG доступна в Интернете по адресу: <http://bundesrecht.juris.de/bundesrecht/kredwlg>.

тавляются в качестве «обеспечения в форме ограниченного вещного права или посредством денежного перевода, или посредством полной уступки прав на основании соглашения между стороной, предоставляющей обеспечение, и стороной, получающей обеспечение», которые должны относиться к одной из категорий, указанных в литеррах а–е абз. 2 ст. 1 Директивы о финансовых обеспечениях (находящиеся под надзором финансовые институты, публичные учреждения и центральные банки, а также на одной из сторон прочие юридические лица, индивидуальные предприниматели и товарищества). Виды обеспечиваемых требований с точки зрения немецкого законодательства (которое в данном аспекте выходит за рамки имплементации Директивы и вводит свои собственные дополнительные требования¹) значения не имеют, если на стороне, предоставляющей обеспечение, присутствуют финансовые институты, публичные учреждения и центральные банки. Если же в данной роли выступают иные юридические лица, индивидуальные предприниматели и товарищества, то обеспечиваемые обязательства должны быть из договоров или в связи с посредничеством по договорам о «финансовых инструментах» или их финансировании (предл. 2 абз. 17 § 1 KWG).

Между тем немецкий Закон о неттинге, ссылающийся в том числе на рамки, заданные европейским законодательством, частично выходит за эти рамки, вводя понятие «финансовые услуги», которым расширяется область применения § 104 InsO (ограниченная ранее срочными сделками). Расширение области применения § 104 InsO, однако, само по себе еще не означает разрушения системности законодательства, так как, с одной стороны, включение финансовых обеспечений в данную норму главным образом связано с тем, что они обеспечивают исполнение обязательств по срочным сделкам согласно № 1–5 предл. 2 абз. 2 § 104 InsO (т.е. являются вспомогательными)²; с другой стороны, определение финансовых обеспече-

¹ Директива 2002/47/ЕС, напротив, обеспечивает защиту финансовых обеспечений по общему правилу, только если обеспечения предоставлены в отношении будущих и находящихся под условием требований о выплате денежных средств или предоставлении финансовых инструментов. В проекте директивы Еврокомиссия прямо указывает «Обязательства в рамках свопов и других производных договоров». Требования из простых займов не учитываются. Речь идет об «обязательствах из сделок на финансовом рынке».

² См. Begr. des RegE, BT-Drucks. 15/1853. S. 15. Данное дополнение абз. 2 § 104 InsO внесло ясность относительно того, что «специальные нормы § 104 InsO будут приме-

ний, по крайней мере согласно действующей на данный момент редакции закона, сформулировано настолько узко, что они так же, как и срочные сделки (в отношении ликвидных и способных сохраняться базовых активов), должны иметь в любой момент определенную и ликвидируемую рыночную стоимость. Однако в связи с недавно принятой в качестве реакции на кризис финансовых рынков и еще не имплементированной в § 104 InsO Дополнительной директивой 2009/44/ЕС к Директиве ЕС о финансовых обеспечениях, которая в качестве финансовых обеспечений (т.е. предметов, с помощью которых обеспечивается исполнение обязательств) называет также «кредитные права требования» по банковским кредитам любого типа, данное положение вещей существенно изменится. Данное обстоятельство и общий вопрос о разумности включения положений о признании соглашений о неттинге в договоре, который включает в себя «предоставление финансовых обеспечений» (ст. 7 в сочетании с литерой п абз. 1 ст. 2 Директивы ЕС о финансовых обеспечениях 2002/47/ЕС), в нормативные акты, главным образом регулирующие обеспечения (при этом включение данных положений происходит как бы *en passant*, заодно), как в данном случае поступил европейский законодатель¹, являются, однако, предметом отдельной статьи².

Немецкий законодатель во всяком случае еще в 2004 г. посчитал необходимым исключить термин «финансовая срочная сделка» из прежнего названия § 104 InsO («фиксированные сделки и финансо-

ваться также и в отношении предоставления финансовых обеспечений, которые, в отличие от финансовых услуг, перечисленных в № 1–5 абз. 2 § 104 InsO, *не являются основным исполнением в рамках двустороннего договора* [выделено автором. — Г. Р.].

¹ См., в частности, в качестве примера аналогичную норму ст. 33 (“Close-out Netting”) Конвенции УНИДРУА о регулировании обращения ценных бумаг, учитываемых на счете ценных бумаг у посредника. Россия также участвовала в переговорах и совместно с 49 другими государствами, в том числе ЕС, подписала «Окончательный акт» 9 октября 2009 г. Само соглашение, однако, до настоящего времени было подписано только лишь со стороны Бангладеша (<http://www.unidroit.org/english/implement/i-2009-intermediatedsecurities.pdf> (по состоянию на 22 января 2010 г.)).

² Законопроект № 249609-5 «Об особенностях обеспечения исполнения финансовых обязательств», напротив, не содержит никаких положений о неттинге. Проект был вынесен на рассмотрение Государственной Думы 1 сентября 2009 г. и принят в первом чтении 21 октября 2009 г., а также передан в Комитет Государственной Думы по финансовому рынку; комитет-соисполнитель (Комитет Государственной Думы по гражданскому, уголовному, арбитражному и процессуальному законодательству) (Постановление № 2689-5 ГД).

вые срочные сделки») и в связи с включением «финансовых обеспечений» в понятие «финансовых услуг» заменил название параграфа на «фиксированные сделки, финансовые услуги», хотя с лингвистической точки зрения было бы более последовательно выбрать термин «сделки о финансовых услугах», который уже фигурировал в законе в связи с рамочными договорами, в частности присутствовал в предл. 3 абз. 2 § 104 InsO (старая и новая редакция). Кроме того, как следует из правительственного обоснования, немецкий законодатель стремился путем изменения названия параграфа внести ясность относительно того, что к «кассовым сделкам» со сроком исполнения в течение нескольких дней (в отличие от так называемых сделок за наличный расчет с исполнением в тот же день)¹ также применяется данная норма². Кроме того, законодатель считает важным разъяснить, что данная норма применяется и к пенсионным сделкам с ценными бумагам и к сделкам о займе ценных бумаг, заключенным на неопределенный срок, если в отношении них предусматривается возможность прекращения по соответствующему требованию³. Вместе с тем законодатель не хотел полностью отказываться от элемента *срочности* и стремился избежать «полной ликвидации привязки нормы непосредственно к срочным сделкам»⁴. В связи с этим законодатель предусмотрел, что для оказания финансовой услуги, в том числе, например, и для возврата займа в ценных бумагах, должен быть предусмотрен конечный срок, для того чтобы в их отношении действовал абз. 2 § 104 InsO⁵. Благодаря данному ограничению займы ценных бумаг и пенсионные сделки по своей структуре рисков соответствуют опционам (американского типа⁶), таким образом, к ним могут быть применены те же критерии оценки, что и к срочным сделкам. В этой связи их включение в при-

¹ Касательно терминологии см. *Jahn C.* § 114. Außerbörsliche Finanztermingeschäfte (OTC-Derivate) // *Bankrechts-Handbuch.* 3. Aufl. Bd. II / H. Schimansky, H.-J. Bunte, H.-J. Lwowski (Hrsg.). München: C.H. Beck, 2007. Rz. 140.

² Begr. RegE, BT-Drucks. 15/1853. S. 14. Прежнее название параграфа якобы приводило к «неправильному толкованию».

³ *Ibid.* S. 15.

⁴ *Ibidem.*

⁵ *Ibidem.*

⁶ О различиях между опционами европейского и американского типа см, например: *Reiner G.* *Derivative Finanzinstrumente im Recht* (Fn. 1). S. 13.

вилегированные финансовые сделки согласно абз. 2 § 104 InsO представляется в целом оправданным.

В связи с реформой 2004 г. следует упомянуть прямое разрешение сторонам согласовывать иные, чем предусмотренные в законе, условия относительно расчета требования о компенсации при досрочном прекращении сделок согласно абз. 3 § 104 InsO. Еще до принятия данного изменения более весомые аргументы имелись в пользу того, что следует исходить из диспозитивного характера § 104 InsO, до тех пор пока такая диспозитивность не противоречит и не вредит целям закона, а именно избежание курсовых спекуляций арбитражным управляющим и обеспечение сальдирования отдельных сделок¹.

III. Возможность перенесения на российское право?

Со всеми возможными оговорками в связи с отсутствием у меня полного представления о российском праве, тем не менее, я позволю себе заявить, что моя представленная выше в п. D.I. концепция касательно аспектов банкротства применительно к деривативам может быть перенесена на российское право.

Все три основных принципа законодательства о банкротстве, на которых построена данная аргументация, по всей видимости, действуют и в России. Запрет обращения взыскания по отдельным требованиям следует из подп. 4 п. 1 ст. 50.19 Федерального закона № 40-ФЗ, а также из п. 1 ст. 63 общего Федерального закона № 127-ФЗ. Принцип равенства сторон следует, в частности, из ст. 50.18 Федерального закона № 40-ФЗ, где идет речь об «обеспечении равного доступа кредиторов к информации о ходе конкурсного производства», или из п. 2 ст. 18 Федерального закона № 127-ФЗ, согласно которому при избрании комитета кредиторов каждый кредитор обладает числом голосов, равным размеру его требования. Наконец, учет

¹ См. *Reiner*, в: *Münchener Vertragshandbuch*, Kapitel VII.7, 3. Bearbeitung (2007), Bd. 4, 6. Aufl., Anm. 19(b) sowie Anm. 18 (b)(dd)(1); ограничительно даже по отношению к существующим в настоящее время юридическим рамкам см.: *Jahn C.* Op. cit. Rz 142: размер требования о компенсации рассчитывается согласно предл. 1 абз. 3 § 104 InsO, «если сделки прекращаются согласно абз. 1 или 2 § 104 InsO [в силу закона] при начале процедуры банкротства». Положения закона имеют приоритет в *данных* случаях над возможно отличающимися методами расчета компенсации, предусмотренными договорами (выделено автором. — *Г. П.*).

законодательством о банкротстве синаллагматичности договоров следует, например, из п. 2 ст. 102 Федерального закона № 127-ФЗ, а также п. 3 ст. 50.34 Федерального закона № 40-ФЗ. Оба закона предусматривают, что контрагент должника, ставшего банкротом, вправе потребовать от последнего возмещения ущерба, если должник воспользуется своим правом выбора и откажется от исполнения договора¹. Далее данный принцип находит свое отражение в том, что расходы по текущим платежам по обязательствам, возникающим после начала процедуры банкротства, получают привилегированный статус (п. 1 ст. 134 Федерального закона № 127-ФЗ).

1. Трактовка отдельных срочных сделок

Отправная точка. *Положения российского законодательства об арбитражных управляющих распространяются (иначе, чем в Германии (п. 1 § 103 InsO)) только на такие договоры, которые с обеих сторон не исполнены полностью или частично (п. 2 ст. 102 общего Федерального закона № 127-ФЗ: «сделок, не исполненных сторонами полностью или частично»; ст. 50.34 Федерального закона № 40-ФЗ: «сделок кредитной организации, не исполненных сторонами полностью или частично»).*

По своему устройству положения российского законодательства об арбитражных управляющих отличаются с точки зрения юридической техники от немецкого права (например, предл. 2 абз. 2 § 103 InsO) в том плане, что продолжение оспоримых договоров является правилом, а их прекращение – *исключением*, таким образом, отказ от продолжения договора требует обоснования. Это следует из п. 2 ст. 50.34 и ст. 27 (для временной администрации) Федерального закона № 40-ФЗ, а также из п. 1 ст. 102 Федерального закона № 127-ФЗ, которые (иначе, чем в Германии (п. 1 § 103 InsO)) предоставляют не право потребовать исполнения по данным договорам, а право отказаться от исполнения договоров².

Кроме того, обращает на себя внимание, что указанное право отказа от исполнения возникает при условии, что продолжение сделки является невыгодным для должника и (или) конкурсной массы, а именно: «по сравнению с аналогичными сделками, заключаемыми

¹ См. также соответствующую норму абз. 2 § 103 InsO.

² См.: *Reiner G. Derivative Finanzinstrumente im Recht* (Fn. 1). S. 198 ff. – относительно соответствующей точки зрения в Германии и в связи с § 17 Положения о конкурсном производстве, действовавшего до 31 декабря 1998 г.

при сравнимых обстоятельствах* (п. 2 ст. 102 Федерального закона № 127-ФЗ); п. 2 ст. 28 Федерального закона № 40-ФЗ: «от цены и иных условий, при которых в сравнимых обстоятельствах совершаются аналогичные сделки». Данная формулировка напоминает нормальную рыночную цену, соответствующую известному в (международном) налоговом праве правилу “arm’s-length”. Из текста Закона можно сделать вывод, что речь идет о договорах, заключенных на условиях, отличных от справедливых и рыночных, т.е. о так называемом принципе эквивалентности, известном в рамках института оспаривания сделок при банкротстве, а не о защите договоров, являющихся справедливыми и рыночными, но экономически неблагоприятными. Это довольно необычно, так как п. 4 ст. 102 Федерального закона № 127-ФЗ предоставляет контрагенту право потребовать возмещения ущерба, в результате чего должник в рамках процедуры банкротства понесет неблагоприятные экономические последствия в связи несбалансированными договорами, которые арбитражный управляющий решит расторгнуть. Данное обстоятельство говорит о том, что российское законодательство об арбитражных управляющих, несмотря на запутывающее буквальное содержание закона, следует интерпретировать (в этом смысле аналогично немецкому) с точки зрения целесообразности для процедуры банкротства, а не только с точки зрения того, соответствует ли договор нормальной рыночной цене или нет. В любом случае российское законодательство об арбитражных управляющих при его применении к текущим деривативам совершенно необязательно (так же как в Германии и в большом количестве других стран с аналогичным правом выбора арбитражного управляющего) привело бы к избирательному подходу – выбору договоров “In-the-money”, так как рационально действующий арбитражный управляющий принимает решение, руководствуясь не только текущей рыночной ценой (см. выше, в разд. В).

В первую очередь необходимо заметить, что в России, так же как и в Германии, применимость права выбора арбитражного управляющего является ограниченной, если договоры уже полностью исполнены с обеих сторон. В связи с этим необходимо обратиться к моим вышеприведенным рассуждениям (см. разд. D.I): при текущих деривативах синаллагматический обмен исполнениями считается состоявшимся уже в момент возникновения обязательств, стоимость

которых может в любой момент быть реализована на рынке, или в момент выплаты опционной премии. Таким образом, нет необходимости в продолжении договоров в связи с наличием какого-либо особого интереса для конкурсной массы в исполнении контрагентом своих еще не исполненных обязательств. Арбитражный управляющий не нуждается в праве выбора, и нет оснований оспаривать предусмотренные договором положения о прекращении договора и проведении расчетов в связи с нарушением данного право выбора, а также права законных интересов кредиторов.

Однако эта точка зрения на данный момент не получила широкого распространения даже в Германии. В связи с этим соответствующее разъяснение со стороны российского законодателя относительно того, что ликвидируемые в любой момент срочные сделки прекращаются автоматически при начале процедуры банкротства (если они в соответствии с договором не были прекращены еще до начала данной процедуры) (абз. 2 § 104 InsO), было бы желательным.

Проект реформы. Проект реформы в основном не учитывает данный вывод. Пункт 6 ст. 102 Федерального закона № 127-ФЗ в редакции законопроекта, а также отсылающая к данной норме ст. 50.34 Федерального закона № 40-ФЗ в редакции законопроекта предусматривают, что арбитражный управляющий должен единообразно осуществлять свое право выбора в отношении всех сделок, объединенных одним рамочным договором. Хотя таким образом исключается право выбора арбитражного управляющего в отношении отдельных сделок, однако для всего рамочного договора данное право выбора сохраняется. В этой связи следует опасаться, что российский арбитражный управляющий в рамках предоставленного ему права изберет продолжение всех отдельных сделок, хотя, учитывая возможность выплат любой из сторон сделки, для такого решения нет объективной причины. Законопроект лишь односторонне сориентирован на результат, а именно на избежание вызывающего опасение избирательного подхода, однако не учитывает лежащую в основе этой опасности (если эта опасность вообще имеет место; см. выше, разд. В.) проблему, а именно продолжение срочных сделок при банкротстве, несмотря на отсутствие в данном аспекте необходимости защиты каких-либо интересов конкурсной массы.

Таким образом, законопроект не учитывает целевую направленность распространенных на практике рамочных договоров, которые предусматривают автоматическое прекращение или возможность одно-

стороннего отказа от исполнения. В результате норма, предложенная Правительством РФ (и пока не поставленная под вопрос Комитетом по финансовому рынку), если она станет законом, опять оставит без ответа вопрос о действительности соответствующих положений договоров в свете действующих положений законодательства об арбитражных управляющих. На данный вопрос, как уже было отмечено (см. выше, в разд. С.І), не дают ответа и недавно принятые нормы законодательства о надзоре в финансовой сфере относительно признания положений о прекращении, предусматриваемых рамочными договорами.

Согласно предлагаемой реформе неурегулированным остается положение единичных деривативных финансовых договоров. Если с точки зрения автора законопроекта в данном вопросе арбитражный управляющий должен сохранить право выбора, то такой подход будет выглядеть последовательным.

2. Подход к рамочным договорам

Отправная точка. С необходимыми оговорками может быть сделан вывод о том, что признание рамочных договоров с точки зрения законодательства о банкротстве в отношении деривативов с реализуемой в любой момент рыночной стоимостью возможно уже в рамках действующего законодательства. Как уже было отмечено выше (см. разд. С.ІІ), в России имеются запреты на зачет в рамках банкротства. Однако данные нормы предусматривают иные предпосылки, чем немецкое право, и в финансовом секторе они едва ли применимы; таким образом, не встает вопрос об оспоримости при банкротстве положений рамочных договоров, предусматривающих прекращение договора и проведение расчетов еще до начала процедуры банкротства. В российском праве не прослеживается разницы между возникновением зачета до начала процедуры банкротства или после нее; таким образом, приведенная мной аргументация касательно возможности зачета отдельных требований о компенсации в немецком праве, насколько я могу судить, неприменима к российскому праву.

Для российского права более важным, чем признание рамочных договоров для целей банкротства, является, как было рассмотрено выше, однозначное признание прекращения срочных сделок при банкротстве российского контрагента само по себе.

Проект реформы. *Проект реформы, прямо предусматривающий «нетто-обязательства», напоминает «открытую дверь» с точки зре-*

ния российских норм о зачете. Значение реформ состоит в меньшей степени в исключении запретов на зачет и в большей степени в том, что признание расчетов на основе нетто-обязательств (впрочем, лишь при прекращении договора арбитражным управляющим) одновременно исключает возможность оспаривания положений рамочных договоров о ликвидационном неттинге по расширившемуся в этом году перечню оснований для оспаривания.

То обстоятельство, что законопроект (в отличие от предшествующего законопроекта депутата Анатолия Аксакова № 100593-5 от сентября 2008 г., который был впоследствии отклонен) предусматривает положения о расчете требований о компенсации при прекращении (рамочных) договоров (п. 3 ст. 4.1 Федерального закона № 127-ФЗ в редакции законопроекта), само по себе не вызывает возражений. Технические моменты в данной работе дополнительно освещаться не будут; Комитет Государственной Думы по финансовому рынку уже указал на некоторые неясности при расчете требований о компенсации при определенных сделках. На мой взгляд, решающим моментом является то, что расчет должен производиться на основе эмпирической рыночной цены или рыночной цены, определяемой на основе финансово-экономической модели. Пункт 3 ст. 4.1 справедливо в первую очередь указывает на биржевую цену, а для прочих случаев предусматривает получение заключения эксперта. В принципе, по крайней мере в отношении инструментов, которые возможно оценить, такой подход полностью оправдан, так как у арбитражного управляющего едва ли будут необходимые финансово-экономические знания, чтобы проконтролировать оценку, сделанную другой стороной. В заключении я бы предложил прямо указать в законе, что иные положения о порядке расчета компенсации, могут быть согласованы в договоре.

Наконец, я хотел бы предложить краткую оценку охваченных Законом о неттинге финансовых инструментов и контрагентов, т.е. субъективную и предметную области применения данной нормы.

Касательно *субъективной части* в первую очередь необходимо отметить позитивный момент, заключающийся в том, что рассматриваемый законопроект (в отличие от законопроекта, подготовленного Комитетом по банковскому законодательству Ассоциации региональных банков России от 5 мая 2007 г.) больше не ограничивается изменением Федерального закона № 40-ФЗ. С точки зрения

законодательства о банкротстве нет какой-либо причины предоставлять привилегию заключать соглашения о неттинге только контрагентам кредитных институтов (банков). Ограничение договорами с финансовыми институтами согласно предл. 1 п. 1 ст. 4.1 Федерального закона № 127-ФЗ (которое уже было предусмотрено в законопроекте г-на Аксакова от сентября 2008 г.¹) представляется в контексте практики международного рынка спорным и не имеющим под собой какого-либо явного систематического обоснования. Очевидно, данная норма связана с подходом, примененным в п. 2 ст. 1062 ГК РФ касательно внебиржевых сделок, который я уже критически комментировал². Данный комментарий применим и в настоящем контексте.

По видам сделок (*предметная область применения*) законопроект (предл. 2 п. 1 ст. 4 Федерального закона № 127-ФЗ) путем использования термина «имущественное право», или, как должно было бы быть, – «иные финансовые инструменты», (разграниченные с «ценными бумагами» (п. 3 ст. 5 Федерального закона № 39-ФЗ) согласно уже отмененному п. 6 ст. 51.2 Федерального закона № 39-ФЗ явно ориентируется (см. выше, в разд. С.II) на п. 2 ст. 1062 ГК РФ. Здесь обоснованно учтены сделки с исполнением в натуре, хотя (по крайней мере применительно к законодательству о банкротстве) ограничение ценными бумагами, товарами и валютами, возможно, вскоре покажется слишком узким, если рассматривать новые базовые активы, например электроэнергию или драгоценные бумаги. В связи с перечнем базовых активов, установленным п. 6 ст. 51.2, я бы хотел сослаться на мой комментарий к п. 2 ст. 1062 ГК РФ³ в отношении существующих сложностей толкования критерия «либо от наступления иного обстоятельства, которое предусмотрено [федеральным] законом и относительно которого неизвестно, наступит оно или не наступит».

¹ Также Директива ЕС о финансовых обеспечениях 2002/47/ЕС, где в том числе содержится положение о неттинге (см. выше, в разд. D.II), в основном ограничивается договорами, в которых участвуют финансовые институты (см. литеры «е» абз. 2 ст. 1 Директивы).

² Райнер Р. Синтетическая секьюритизация с деривативами – игра ли это? (сн. 3). С. 108, 114 (разд. С.III.2).

³ Там же (сн. 3). С. 108, 114 (разд. С.III.1), 112–113.

В целом сделки, охваченные определением, данным в п. 6 ст. 51.2 Федерального закона № 39-ФЗ в прежней редакции, в рамках актуальной практики российского рынка должны преимущественно поддаваться оценке и ликвидации. Однако было бы лучше, если бы российский закон о неттинге (предусматривающий прекращение и проведение расчетов по текущим срочным сделкам) в качестве одной из предпосылок прямо указывал на наличие финансово-математической возможности оценить данные инструменты в любой момент, т.е. наличие ликвидного и способного храниться базового актива или наличие ликвидного вторичного рынка. В контексте правового регулирования Федерального закона № 39-ФЗ, в котором идет речь о защите инвестора от (не контролируемых им) рисков, обоснованно было бы охватить как раз неликвидные срочные сделки в отношении базовых активов, по которым не проводятся торги. С точки зрения законодательства о банкротстве это, однако, привело бы к привилегированному (не обоснованному с точки зрения системности законодательства) положению чисто спекулятивных сделок, не направленных на обмен.

После исключения п. 6 ст. 51.2 Федерального закона № 39-ФЗ ссылка на данную норму в проекте закона о неттинге становится неверной. Возможно, что содержание прежнего п. 6 ст. 51.2 могло бы быть инкорпорировано в ст. 4.1 Федерального закона № 39-ФЗ в редакции законопроекта. Однако более вероятно, что, в случае если законопроекту будет дан ход, ссылка должна быть не на п. 6 ст. 51.2, а на новое определение деривативов, данное в ст. 2. Новое определение детальнее и прямо охватывает также такие базовые активы, как официальная статистика, физические, биологические и химические показатели, кредитные события (применительно к кредитным дериватам). Мой вышеприведенный комментарий к п. 6 ст. 51.2 будет при этом полностью применим.

ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ИЗМЕНЕНИЮ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА

1. Срочные сделки с ликвидными и способными храниться базовыми активами могут быть в любой момент оценены, ликвидированы и репродуцированы. Данные финансово-экономические свойства придают синаллагматическому обмену исполнениями данных сделок особый характер, который оправдывает особый подход к ним

с точки зрения норм о банкротстве. Это же справедливо для срочных сделок, которые также могут быть в любой момент оценены ввиду наличия вторичного рынка.

2. Текущие срочные сделки, которые могут быть в любой момент оценены, уже при объективном толковании действующего законодательства выпадают из сферы действия права выбора арбитражного управляющего; отсутствует какой-либо нуждающийся в правовой защите интерес арбитражного управляющего и конкурсной массы в продолжении договоров ввиду их репродуцируемости в любой момент. Гораздо больше оснований при наступлении банкротства рассматривать данные договоры прекращенными в силу закона, а требования из данных договоров ограничить одним компенсационным правом требования, отражающим позитивную или негативную рыночную стоимость сделок.

3. В России, очевидно, присутствует необходимость в прямом законодательном закреплении действительности положений о ликвидационном неттинге, по крайней мере для того, чтобы обеспечить предсказуемость в применении права, учитывая, что судебная практика до сих пор не дала однозначного сигнала относительно признания положений договоров о ликвидационном неттинге. Таким образом, цель, преследуемая законопроектом № 186832-5, является оправданной.

4. Конкретное содержание законопроекта № 186832-5 является недостаточным и даже контрпродуктивным, так как предоставляет арбитражному управляющему право продолжить действие деривативов, обладающих вышеперечисленными особенностями, пусть даже если это право и ограничено необходимостью сделать единый выбор в отношении всех сделок, объединенных рамочным договором. С другой стороны, законопроект заходит слишком далеко, так как использование термина «финансовый инструмент» согласно Федеральному закону № 39-ФЗ ведет к охвату финансовых деривативов, которые не могут быть ликвидированы в любой момент.

5. Обратившись в том числе и к опыту финансового кризиса, российский закон о неттинге должен, насколько это возможно, избегать создания специальных норм для деривативов из соображений повышения конкурентоспособности и вместо этого обеспечить наличие (четких) специальных норм о банкротстве в тех аспектах, где имеют значение финансово-экономические особенности деривативов.

6. Следовательно, такой закон должен охватывать только те деривативы, которые обладают в любой момент определенной рыночной ценой, т.е. деривативы в отношении ликвидных и пригодных для хранения базовых активов и (или) деривативы, для которых существует ликвидный вторичный рынок. Перечень “qualified financial contracts” согласно § 1 ISDA Model Netting Act 2006 в этом плане заходит слишком далеко и не годится в качестве образца. Более уместным было бы опереться (необязательно дословно) на норму абз. 1 и 2 § 104 немецкого Положения о банкротстве.

7. Текущие (отдельные) сделки, рыночная стоимость которых может быть в любой момент рассчитана, должны быть исключены из сферы, на которую распространяется право выбора арбитражного управляющего, и прекращаться *автоматически* при начале процедуры банкротства; по данным сделкам должен производиться расчет на основе их актуальной рыночной стоимости (аналогично абз. 1 и 2 § 104 немецкого Положения о банкротстве). В соответствии с распространенной рыночной практикой закон о неттинге должен прямо предоставить сторонам возможность предусмотреть в договоре условие о переносе момента прекращения договора в период времени до банкротства.

8. Также необходимо внести ясность относительно допустимости при банкротстве одной из сторон договора расчета по множеству сделок, охваченных рамочным договором, через единое требование компенсации, в частности прямо предусмотреть, что такие положения не нарушают запрета на зачеты и не могут быть оспорены. Норма закона о расчете размера компенсации, предусмотренная законопроектом № 186832-5, обоснованна, однако необходимо предусмотреть и возможность пересмотреть установленный ею порядок по соглашению сторон.

9. С точки зрения практики можно поприветствовать, если и сопутствующие обеспечительные сделки будут охвачены юридическим признанием ликвидационного неттинга. Законопроект о неттинге от 2008 г. депутата Аксакова учитывал данный аспект.

ПРИЛОЖЕНИЕ:
§ 104 НЕМЕЦКОГО ПОЛОЖЕНИЯ О БАНКРОТСТВЕ

«§ 104 Фиксированные сделки. Финансовые услуги

(1) Если поставка товаров, имеющих рыночную или биржевую стоимость, была согласована к определенному моменту времени или в течение определенного срока и данный момент времени или истечение данного срока наступает после открытия процедуры банкротства, то требование об исполнении предъявлено быть не может – возможно только предъявление требования в связи с неисполнением обязательств.

(2) Если для финансовых услуг, имеющих рыночную или биржевую стоимость, было согласовано исполнение к определенному моменту времени или в течение определенного срока и данный момент времени или конец данного срока наступает после открытия процедуры банкротства, то требование об исполнении предъявлено быть не может – возможно только предъявление требования в связи с неисполнением обязательств. Финансовыми услугами, в частности, считается следующее:

1) поставка драгоценных металлов;

2) передача ценных бумаг или аналогичных прав, за исключением случаев, когда приобретение указанных бумаг или прав осуществляется с целью создания долгосрочных коммерческих отношений с данным предприятием;

3) валютные операции, осуществляемые в иностранной валюте или расчетной единице;

4) валютные операции, суммы которых прямо или косвенно определяются курсом иностранной валюты или расчетной единицы, процентной ставкой по платежным требованиям, ценой товаров и услуг;

5) опционы и иные права в отношении прав или валютных операций, указанных в подп. 1–4 выше;

6) финансовые обеспечения, указанные в абз. 17 § 1 Закона о кредитной деятельности.

Если сделки или финансовые услуги объединены в одном рамочном договоре, в отношении которого сторонами согласовано, что при наличии оснований для банкротства они подлежат совместному

прекращению, то общность данных сделок рассматривается как двусторонний договор, указанный § 103, 104.

(3) Требование в связи с неисполнением определяется разницей между согласованной сторонами ценой и рыночной или биржевой ценой на момент времени, определенный сторонами, однако не позднее пятого рабочего дня после открытия процедуры в месте исполнения обязательств, если в договоре специально согласовано место исполнения обязательств. Если между сторонами нет соответствующего соглашения, то определяющим является второй рабочий день после открытия процедур банкротства. Другая сторона вправе предъявить такое требование только в качестве кредитора в рамках процедуры банкротства».