



СИНТЕТИЧЕСКАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ С ДЕРИВАТИВАМИ — ИГРА ЛИ ЭТО? РАЗМЫШЛЕНИЯ ПОСТОРОННЕГО О НОРМЕ СТАТЬИ 1062 ГК РФ*

РАЙНЕР ГЮНТЕР

профессор университета им. Гельмута Шмидта — Университета бундесвера, судья Верховного ганзейского суда (Гамбург), доктор юридических наук

в сотрудничестве:
ШАХТ ЙОХАНН А.

научный сотрудник университета им. Гельмута Шмидта — Университета бундесвера (Гамбург)

перевод:
АЛЕКСЕЕВ
ЮРИЙ МИХАЙЛОВИЧ

Исходя из финансово-экономических свойств деривативов автором был разработан собственный подход к различиям между обязывающими и необязывающими к исполнению срочными сделками, который основывается на идеи взаимности обязательств (синаллагматичности) договора.

Кредитные дефолтные свопы (CDS), являющиеся одной из причин финансового кризиса, в соответствии с условиями, изложенными в ч. 2 ст. 1062 ГК РФ, выведены из-под действия возражения о недействительности сделки игры. При систематическом подходе это оправдано только в том случае, если для этих инструментов или же для их базисных активов (кредитов) существуют достаточно ликвидные рынки. Не исключено, что при соблюдении этого условия удалось бы избежать финансового кризиса.

А. Общие положения

Деривативы — наряду с секьюритизацией — являются одним из «вызовов» финансовых рынков российскому праву.

До последнего времени (см. ниже, разд. С. II) финансисты считали и считают, что российское законодательство, регулирующее эти сферы, отстало в своем развитии не только от большинства промышленно развитых стран, но и от многих так называемых поро-

говых стран с бурно развивающимися финансовыми рынками.

Правда, не исключено, что правовые нормы стран, задающих тон на финансовых рынках, не столь совершенны, как принято думать. Тем не менее обе эти сферы — секьюритизация и деривативы, — точнее говоря, их сочетание в рамках так называемых синтетических Asset Backed Securities (ABS), оказались в центре современного кризиса финансовых рынков,¹ который федеральный канцлер Германии

* Г. Райнер благодарит свою сотрудницу, стажера-юриста г-жу Любовь Двоскину за ценную помощь, оказанную при подготовке данной статьи.

¹ Причины кризиса явно заключаются в совмещении классического кредитования и сложных финансовых деривативов (см.: Schrooten, Internationale Finanzkrise: Konsequenzen für das deutsche Finanzsystem, Wirtschaftsdienst 2008. № 8. S. 508,

510). Недавние события на международных финансовых рынках обнажили слабые места и сделали явными риски, связанные с моделью секьюритизации и отчуждением кредитных портфелей (Немецкий Бундесбанк, Ежемесячный отчет, июль 2008 г. С. 23, http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2008/200807mba_finanzsystem.pdf (по состоянию на 20.10.2008)).



назвала «самым тяжелым испытанием» для мировой экономики «с начала 20-х годов прошлого столетия».²

Как правило, ABS представляют собой процентные долговые обязательства, эмитированные специально созданным для этого юридическим лицом (SPV — Special Purpose Vehicle), активы которого состоят исключительно из пула однородных требований, генерирующих регулярный доход (например, требования по ипотечным кредитам, арендные и лизинговые платежи, погашение задолженности по кредитным картам, платежи по полисам страхования жизни). Эти требования были приобретены спецюрлицом (SPV) с целью секьюритизации у другой компании, так называемого originатора (как правило, это кредитная организация). Условия исполнения обязательств спецюрлица перед держателями выпущенных им ценных бумаг формулируются в более или менее тесной зависимости от дохода, получаемого спецюрлицом от пула этих бумаг (например, проценты и погашение основной суммы кредита). В результате кредитные риски названных выше активов переносятся на держателей ценных бумаг.

Вместо этих требований в активах спецюрлица могут числиться лишь связанные с ними кредитные риски (синтетические ABS). Для этого используются кредитные деривативы, а именно так называемые Credit Default Swaps (CDS). Они представляют собой договоры, по структуре рисков напоминающие страхование кредита. Одна из сторон (здесь: спецюрлицо) обещает другой стороне (здесь: originатор) произвести компенсационный платеж, сумма которого может быть оговорена заранее или варьироваться, в случае если третье лицо (здесь: должник по кредиту, лизингополучатель и т.п.) определенным образом (кредитный дефолт, например, банкротство, просрочка платежа или реструктурирование долга) не выполнит свои платежные обязательства по определенным требованиям («базисные активы», здесь: требования, входящие в пул активов). Другая сторона (здесь: originатор) в качестве встречного исполнения выплачи-

вает спецюрлицу единовременную или — при длительном сроке действия договора — аннуитетную премию.³

Итак, прав ли был Уоррен Баффет, который, несмотря на финансовый кризис, остается богатейшим человеком в мире, назвав деривативы, в частности кредитные деривативы с учетом таящихся в них системных рисков «финансовым оружием массового уничтожения» и «бомбой с часовым механизмом»?⁴ Прав ли был лауреат Нобелевской премии 2006 г. Мухаммад Юнус, в условиях нынешнего кризиса обвинивший капитализм в том, что тот превратился в «игорный дом»?⁵ Даже если они имели в виду другое? Ниже в системе координат российского права (ст. 1062 ГК РФ) будет рассмотрен вопрос, насколько с точки зрения гражданского права правильно считать сделки с деривативами игрой (или пари) и есть ли объективные причины утверждать, что деривативы, в отличие от игр, подлежат судебной защите. Особое внимание будет уделено срочным сделкам с базисными активами, зависящими от кредитных рисков («кредитные деривативы»), поскольку имеют большое значение для секьюритизации требований. В изложенной выше схеме секьюритизации это отношения между originатором и спецюрлицом.⁶ При этом будет показано, что систематический подход к гражданско-правовому пониманию (кредитных) деривативов помог бы снять остроту многих проблем, с которыми сегодня сталкивается мировой финансовый рынок.

В отношении российского права требуется сделать оговорку, что автор из-за незнания русского языка был ограничен в использовании источников и мог лишь бегло ознакомиться с российским правом.

В. Характерные черты деривативов

Деривативы или производные финансовые инструменты зачастую кратко определяют как двусторонние договоры, цена которых зависит от стоимости базис-

² Правительство заявление федерального канцлера Германии Ангелы Меркель от 15.10.2008 по поводу Закона о стабилизации финансовых рынков (Merkel sieht schwerste Krise seit 20er Jahren, 15.10.2008).

³ Подробнее о кредитных дефолтных свопах см., напр.: Brandt, Kreditderivate: Zentrale Aspekte innovativer Kapitalmarktprodukte, Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR) 2002, 243 (243).

⁴ Buffet, Berkshire Hathaway annual report for 2002. 21.02.2003. P. 14—15, <http://www.berkshirehathaway.com/2002ar/2002ar.pdf> (по состоянию на 18.10.2008).

⁵ Muhammad Yunus в интервью Хасану Казиму, Spiegel Online от 09.10.2008.

⁶ Более глубокий вопрос «могут ли и при каких обстоятельствах отношения между спецюрлицом и инвестором рассматриваться как игра» должен стать предметом отдельного исследования.

ного актива (underlying). Такое определение допускает настолько широкое толкование, что под него попадают даже обыкновенные договоры займа, поскольку их цена также зависит от стоимости базисной величины, а именно платежеспособности заемщика или стоимости полученного обеспечения. Понятно, что так широко это понятие не толкуется.

Если сформулировать точнее, то речь идет о двустороннем договоре (или о секьюритизации обособленных прав из такого договора), исполнение (обязательство) из которого — как минимум для одной стороны — отсрочено. При этом обязательства сознательно сформулированы таким образом, что их экономический результат (сальдо двустороннего исполнения) целиком обусловлен случайным элементом в форме будущего количественно определяемого события, т. е. стохастичен. Те активы, к которым относятся эти «количественно определяемые события» (например, обменные курсы, процентные ставки, курсы акций, цены торгуемых на биржах товаров для «классических» деривативов), называются базисными активами (underlyings). Экономический результат дериватива, таким образом, зависит от цены (например, курс акции), которую имеет базисный актив в срок, определенный договором.

С учетом сформулированной выше постановки вопроса (могут ли деривативы с гражданско-правовой точки зрения считаться играми) из дальнейшего рассмотрения исключаются так называемые меновые сделки (Umsatzgeschäfte), которые не являются рисковыми договорами. Это все те договоры, согласно которым обе стороны осуществляют обмен твердо сформулированными исполнениями, даже если их объем в определенной степени и колеблется (срочные сделки с поставкой базисного актива, передача денег за вознаграждение, в том числе когда процентные платежи и возврат средств зависят от случайности, как, например, в сертификатах).⁷

Кроме того, как мы увидим ниже, в целях систематичности разумно будет называть деривативами только такие срочные сделки (договоры), которые имеют два следующих важных финансово-экономических при-

знака: воспроизводимость платежных потоков благодаря сделкам на наличном (кассовом) рынке, а также связанная с ней возможность в любой момент срока действия договора на основе принципа свободы арбитража и на основе выручки от равноценной трансакции на кассовом рынке теоретически рассчитать положительную или отрицательную рыночную стоимость (fair value) дериватива и реализовать ее на кассовом рынке.

Она может быть также рассчитана на основе стоимости такой трансакции, т. е. исходя из определяемой эмпирически цены базисного актива на кассовом рынке и рыночной процентной ставки.⁸ Только срочные сделки на основе базисных активов, для которых существует ликвидный рынок кассовых сделок и которые одновременно пригодны для складского хранения (например, ценные бумаги, товары, валюта), отвечают этому требованию. Это не исключает того, что и другие срочные сделки могут иметь рыночную стоимость, если они торгуются на ликвидном вторичном рынке (см. ниже, С.III.3.а.).

Из воспроизводимости на кассовом рынке следует, что структура рисков деривативов (в названном выше смысле), включая эффект рычага, сама по себе не обладает никакими особенностями по сравнению со структурой рисков (финансируемых через кредиты) вложений в тот же базисный актив на кассовом рынке. Таким образом, особой системы правовой защиты рисков здесь не требуется. Имущественная ценность открытых позиций в деривативах, которая отсутствует при типичной игре, представляет собой критерий, который может приобрести решающее значение для осмысления этих инструментов в различных сферах права (договорное, конкурсное, надзорное, балансовое и налоговое).⁹

С. Игра и деривативы

Вопрос, подлежат ли в России — из-за нормы ст. 1062 ГК РФ — требования, связанные с деривативами, судебной защите, в течение длительного времени представлял практический интерес для специалистов по финансовому праву во многих странах мира. Из-за особенностей применения императивных норм (ст. 1192 ГК РФ)

ответ на этот вопрос — по крайней мере с точки зрения российского правоприменения — не зависит от коллизий, связанных с подлежащим применению правом.

I. Исходная ситуация: ст. 1062 ГК РФ в прежней редакции

Норма ст. 1062 ГК РФ («Требования, связанные с организацией игр и пари и участием в них») включена в принятую в 1995 г. вторую, особую часть обязательственного права, главу 58 «Проведение игр и пари» ГК РФ. До изменения закона в 2007 г. абзац 1, состоящий из одного предложения, в этой статье был единственным.

1. Поставочные сделки (Geschäfte mit Erfüllung in Natur) и другие меновые сделки

Срочные поставочные сделки (типичный пример: поставка базисного актива против оплаты цены, предусмотренной договором, при отсроченной покупке) согласно судебной практике (и, очевидно, по общему мнению) не попадают под эту норму.¹⁰ Такие договоры рассматриваются как обычные коммерческие сделки и в качестве таковых пользуются неограниченной судебной защитой.

Следует поразмышлять, насколько этот подход к классическим поставочным договорам можно распространить на все меновые сделки в описанном выше (см. разд. В) понимании и возможно ли это в принципе. При этом нужно помнить, в частности, о займах с алеаторным элементом, при которых требования уплаты процентов и/или возврата основной суммы ставятся в зависимость от изменения базисного актива (так называемые структурированные продукты). Примерами таковых наряду с простыми облигациями с плавающей процентной ставкой (Floating Rate Notes) являются сертификаты, получающие все большее распространение. С финансово-экономической точки зрения речь идет о комбинации секьюритизированного займа и деривативов, с точки зрения гражданского права — о меновой сделке, во всяком случае до тех пор, пока угрозы полной потери средств не существует, а идет



обмен не только поступившими обязательствами, но и исполнениями.¹¹ По мнению немецких (а возможно, и российских) цивилистов в общем случае алеаторный характер таких структурированных продуктов никоим образом не ставит под вопрос юридическую действительность сделки (договора эмиссии). Принятое в гражданском праве разделение договора на договор займа и (возможно, трактуемый как пари и поэтому юридически не обязывающий) дериватив, насколько известно, в Германии не применяется. Правда, абсолютно неясно, когда появляется вероятность полной потери средств и, следовательно, с какого момента предоставление капитала следует рассматривать уже не как заем, а как премию за опцион в рамках чисто алеаторной сделки. Но рассмотрение этого вопроса лежит за рамками данной статьи.

Как бы то ни было, CDS в указанном выше понимании не являются меновыми сделками, поскольку здесь обмен исполнениями происходит только при наступлении кредитного дефолта, в остальном, как и в договоре страхования, страхователь теряет уплаченную им сумму.

2. Сделки на разницу

Начиная с 1999 г. в России суды высшей инстанции приняли несколько решений, в которых внебиржевым срочным сделкам (так называемые форварды, в отличие от биржевых фьючерсов) с уплатой ценовой разницы (расчетные форварды) было отказано в судебной защите.

В качестве примера здесь можно привести решение Высшего Арбитражного Суда, принятое в 1999 г., предметом которого были валютные форвардные сделки с уплатой денежной суммы, компенсирующей ценовую разницу.¹² Высший Арбитражный Суд поддержал мнение судов нижестоящих инстанций, которое сводилось к тому, что заключенное сторонами соглашение попадает под понятие «пари» и согласно норме ст. 1062 ГК РФ не подлежит судебной защите. Суд также констатировал, что, заключая такое соглашение, стороны осознавали принимаемые на себя риски.

⁷ Подробнее см.: Райнер. Деривативы и право. М., 2005. С. 29 и след.

⁸ Подробнее см., напр., там же. С. 61.

⁹ Об этом подробнее см. там же. Главы 2—6.

¹⁰ См.: Давидовски М., Рунова В. Производные инструменты и регулирование несостоятельности в России — новые веяния // EBRD. Право на этапе перехода. 2007. Окт. С. 3 (<http://www.ebrd.com/pubs/legal/lit072r.pdf>, по состоянию на 20.10.2008).

¹¹ Ср.: Райнер Г. Цит. соч. С. 35—37.

¹² Решение Президиума ВАС РФ от 08.06.1999 № 5347/98 по делу «Москомприватбанк против Русского банка развития».

Отсутствовали также признаки того, что сделка была заключена с целью страхования рисков, инвестиций или с подобными целями, подлежащими судебной защите. В этом решении присутствует весьма спорный аргумент, известный также в германском праве в связи с нормой § 762 Германского гражданского уложения, гласящий, что хотя бы для одной из сторон сделка должна иметь «оправданную цель». Данный аргумент преследует, в частности, цель вывести сделки по страхованию рисков (хеджирование) из-под понятия «игра/пари»).

В конце 2002 г. Конституционный Суд России рассмотрел жалобу одного из банков на решения судов двух нижестоящих инстанций, в которых форвардные контакты трактовались как сделки пари.¹³ Заявители просили признать ст. 1062 ГК РФ не соответствующей ст. 34 (ч. 1) Конституции РФ (право на свободу предпринимательской и иной экономической деятельности). Конституционный Суд констатировал, что в гражданском законодательстве до сих пор отсутствует специальное регулирование форвардных сделок, однако арбитражные суды, действуя в соответствии со ст. 431 ГК РФ («Толкование договора»), опираясь на исследование существа и цели конкретной сделки, а также выражение общей воли сторон, квалифицировали их как «пари или игру» в смысле ст. 1062 ГК РФ. Тем самым суды действовали в соответствии со ч. 1 ст. 8 Конституции РФ («Основания возникновения гражданских прав и обязанностей») и п. 2 ст. 421 («Свобода договора») ГК РФ (п. 3 Определения № 282-О). Суд констатировал, что нарушения прав, гарантированных ч. 1 ст. 34, не установлено. Конституционный Суд даже счел возможным дать следующее поручение законодателя: «Исходя из уровня развития финансового рынка, состояния контроля государства над ним, значения расчетных форвардных контрактов для формирования налогооблагаемых доходов, влияния их исполнения на устойчивость рубля» законодателью следует «установить правила доступа участников на

рынок срочных обязательств, формы и методы контроля над ними, систему гарантий и страховых механизмов» (п. 4 Определения № 282-О).

Финансисты-практики высказывали сожаление в связи с тем, что решение Конституционного Суда не устранило правовую неопределенность в данном вопросе.¹⁴ Последующие решения судов по гражданско-правовым вопросам, в которых форвардные сделки квалифицировались как игры или пари, усилили эту неопределенность.¹⁵

II. Реформа 2007 г.

После целого ряда неудачных попыток был, наконец, принят реформаторский Федеральный закон от 26.01.2007 № 5-ФЗ «О внесении изменений в статью 1062 части второй Гражданского кодекса Российской Федерации», который вступил в силу с 09.02.2007. Содержанием реформы стало дополнение ст. 1062 ГК РФ пунктом 2. Как будет показано ниже, в принятой норме кроется ряд противоречий. Кроме того, в зависимости от трактовки она дает повод — несмотря на все оговорки автора, осознающего свою роль постороннего, — повод для критики, как с позиций систематики права, так и с позиций правовой политики.

III. Оценка

1. Состав охваченных новой нормой инструментов

Первую волну скепсиса вызвал круг трансакций, перечисленных в тексте закона. Так, критики отмечали, что в материальной сфере нормой охвачены не все виды сделок (трансакций), которые нужны российским банкам и предприятиям для покрытия своих финансовых и ценовых рисков, новая норма сформулирована недостаточно гибко, особенно с учетом перспективы развития рынка.¹⁶

страховая компания» против Нефтепромбанка о выплате выигрыша по форвардным сделкам, которые должны были быть зачислены на банковский счет истца в банке-ответчике.

¹⁶ См. заключение Международной ассоциации свопов и деривативов (ISDA) об этом законопроекте, письмо Петера Вернера (Peter Werner) Владиславу Резнику, председателю Комитета Государственной Думы по банкам и финансовым рынкам, от 08.06.2006 (<http://www.isda.org/speeches/pdf/RUS-Comments-Art1062-08June06.pdf> по сост. 11.11.2008).

Помимо этого отмечалось, что сфера ее применения очерчена нечетко. Из формулировки «обстоятельство, которое предусмотрено законом» не понятно, что понимать под словом «закон»: только данную норму, всю ст. 1062 или, может быть, весь Гражданский кодекс.¹⁷

Думается, что смысл пассажа «либо от наступления иного обстоятельства, которое предусмотрено законом и относительно которого неизвестно, наступит оно или не наступит» с ходу не может быть понят и российскими юристами. Комментарии ГК РФ, доступные автору через электронные базы данных, также не содержат разъяснений. Отправной точкой для понимания этого пассажа может служить законопроект о реформе конкурсного права (изменения в федеральные законы от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» и от 25.02.1999 № 40-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций»), предложенный по инициативе депутата Анатолия Аксакова и принятый 19.09.2008 Государственной Думой в первом чтении. В нем предусмотрен особый порядок рассмотрения генеральных соглашений (Master Agreements) о срочных сделках с компенсацией ценовой разницы (в терминологии законопроекта netting agreement — компенсационное соглашение).¹⁸ Этот законопроект дает определение компенсационного соглашения через виды трансакций, предусмотренных этим соглашением (ст. 102.1 Федерального закона № 127-ФЗ и ст. 27.1 Федерального закона № 40-ФЗ в ред. законопроекта). Это определение исходит в том числе из видов срочных сделок, перечисленных в ГК РФ, и в части, описывающей сделку на разницу (четвертый подпункт), явно опирается на первое предложение п. 2 ст. 1062 ГК РФ. Здесь тоже можно обнаружить пассаж «которое предусмотрено законом», но в таком контексте, который делает его понятным и позволяет использовать его — из-за отсутствия других разъяснений — для толкования ст. 1062.

Дело в том, что рассматриваемый пассаж следует после перечисления возможных базисных активов, последним из которых назван «тот факт, что юридическое лицо в соответствии с нормами действующе-

¹⁷ ISDA, заключение от 08.06.2006, с. 3. В этом документе слова «которое предусмотрено законом» переведены на английский как «any event governed under this Law» (выделено нами. — Авт.).



го законодательства признано несостоятельным (банкротом)». Это обстоятельство явно указывает на кредитные деривативы типа CDS, при которых одна из сторон договора принимает кредитный риск заранее определенного должника и за это получает платеж, как правило, разбитый на несколько частей.¹⁹ Это дает нам основание утверждать, что в «другие, предусмотренные законом обстоятельства» в контексте первого предложения п. 2 ст. 1062 ГК РФ также входит факт признания несостоятельности (банкротства) и сравнимые с ним обстоятельства, хотя в тексте ГК РФ — в отличие от предлагаемой новой редакции ст. 27 Федерального закона № 40-ФЗ — этому пассажи предшествует лишь перечисление «цена на товары и ценные бумаги, курсы валют, величина процентных ставок, уровень инфляции, индексы», а не слова «открытие процедуры банкротства». Тем не менее за пределами критерия несостоятельности смысл обобщения, содержащегося в пассаже «предусмотренные законом обстоятельства», остается — по крайней мере, для автора — загадкой.

Прежде всего непонятно, почему обстоятельства, предусмотренные законом, должны рассматриваться иначе, нежели другие. Если за этим стоит предположение, что обстоятельства (базисные активы), предусмотренные законом, несут в себе большую степень определенности по сравнению с другими, то это заблуждение, поскольку отобранные законодателем обстоятельства могут быть весьма расплывчатыми (например, указанная в ст. 1062 ГК РФ неплатежеспособность как базисный актив) и, наоборот, неюридические понятия могут быть вполне однозначными (например, результат футбольного матча как базисный актив).

Как бы там ни было, если руководствоваться изложенным выше толкованием, CDS попадает в сферу действия п. 2 ст. 1062 ГК РФ, по меньшей мере тогда, когда кредитный дефолт приводит к открытию процедуры банкротства.

¹⁸ Законопроект, предложенный Комитетом по банковскому законодательству Ассоциации региональных банков России от 05.05.2007.

¹⁹ О CDS см. разд. А.

¹³ Определение Конституционного Суда РФ от 16.12.2002 № 282-О по делу банка «Сосьете Женераль Восток» против Автобанка и ОНЭКСИМ Банка (далее — Определение № 282-О).

¹⁴ См.: Давидовски М., Рунова В. Указ. соч. С. 3. Подробно о квалификации опционов с выплатой ценовой разницы как игр в смысле ст. 1062 ГК РФ см.: Меньшенин П. Договор об опционе // Право и экономика. 2008. № 5.

¹⁵ См., напр.: решение ФАС Московского округа от 15.09.2004 № КГ-А40/8309-04 по делу АСО «Независимая

2. Круг лиц, попадающих в сферу применения новой нормы

Круг лиц, участие которых позволяет не рассматривать сделку как пари, очерчен во втором предложении п. 2 ст. 1062 ГК РФ. Согласно его содержанию хотя бы одной из сторон сделки должно быть «юридическое лицо, получившее лицензию на осуществление банковских операций или сделок с ценными бумагами или как минимум получившее лицензию на заключение сделок на бирже». Сделки с участием граждан подлежат судебной защите только при условии их заключения на бирже. Это положение, с одной стороны, должно сделать невозможными спекулятивные операции небанковских организаций, с другой — особым образом защитить интересы граждан, которые получают право заключать срочные сделки только с контрагентами, находящимися в сфере государственного надзора, и только на тех рынках (биржах), где правила устанавливает государство.²⁰

Возможно, такое регулирование и отвечает существующей российской практике, согласно которой практически все срочные сделки заключаются через российские финансовые институты или биржи. Однако на перспективу оно окажется слишком узким для деривативов, поскольку уже сегодня существует потребность в прямых договорах между промышленными предприятиями (не банками и компаниями, не представленными на бирже).

Кроме того, применение нормы затрудняется сложностью ее толкования в отношении лиц, на которые она распространяется. Во-первых, неясно, могут ли иностранные финансовые институты ею воспользоваться. Для начала они должны быть признаны «юридическими лицами» в соответствии с российским коллизионным правом (ст. 1202 ГК РФ).

Кроме того, текст Закона не дает ответ на вопрос, достаточно ли иметь иностранную лицензию, разрешающую банковскую или биржевую деятельность, или лицензия обязательно должна быть российской. Будет по меньшей мере странно, если иностранному банку, имеющему лицензию, предложат обзавестись еще и российской — исключительно для того, чтобы иметь возможность заключать срочные сделки с российскими небанковскими организациями.²¹

Другой цели, кроме создания конкурентных преимуществ для российских финансовых институтов, в этой норме не просматривается. Вряд ли ее можно оправдать особенностями деривативов. Некоторые юристы предлагают применить норму второго предложения п. 2 ст. 1062 в отношении иностранных финансовых институтов по аналогии (ст. 6 ГК РФ).²² Такой подход представляется — по меньшей мере с точки зрения германской правовой методологии — неверным, так как аналогия закона применяется только тогда, когда соответствующее обстоятельство не упомянуто в тексте. В данном случае это не так, ведь иностранные лицензии тоже являются лицензиями. И все же существует опасность того, что суды будут относить эту норму исключительно к российским лицензиям. Тем не менее влиятельная Международная ассоциация свопов и деривативов (ISDA) в ходе подготовки данного законопроекта рекомендовала недвусмысленно указать на то, что данная норма распространяется также и на иностранные и международные финансовые институты.²³ К этой рекомендации законодатель не прислушался. И наконец, неясно, имеют ли особый статус сделки с российским Центробанком или местными органами власти. Поскольку в тексте закона эти понятия отсутствуют, здесь возможно применение по аналогии.

дическим вопросам комитета АРБ по стандартам и унифицированным правилам форвардного рынка (Меморандум АРБ), письмо Петера Вернера д-ру Екатерину Сидоровой и Олге Иванову от 15.12.2005 ("including any such legal entity licensed under the laws of a foreign jurisdiction or an international financial institution") (http://www.isda.org/c_and_a/pdf/RUS_Letter_ARB_Dec05.pdf по сост. 11.11.2008); также ISDA, письмо от 08.06.2006 (см. выше, сн. 18).

3. Место новой нормы в системе права

Как же следует рассматривать ч. 2 ст. 1062 ГК РФ с точки зрения систематики права?

а. Понятие «недостижение цели» для толкования возражения о недействительности сделки игры

В монографии «Деривативы и право» подробно говорится о том, что сделки игр и пари не порождают обязательств, и это, насколько можно судить, признано во всех важнейших юрисдикциях независимо от политической системы. Будучи свободной от любой политико-правовой и моральной оценки, сделка игры находит свое объяснение в воле сторон и в основных структурах свободы заключения договоров.²⁴ Исходным пунктом рассуждений было признание того, что в игре всегда бывает проигравший, который неизбежно не достигает своей цели. Тем самым у проигравшего исчезает правовое основание (кауза) для участия в игре; по существу, ему незачем соблюдать условия договора (отсутствие каузы, недостижение цели).

Это можно объяснить следующим образом: особенность договора игры состоит в том, что, хотя, как и в обычном двустороннем договоре, обе стороны принимают на себя взаимные обязательства, чтобы в результате получить выгоду (цель исполнения), однако в силу взаимоисключающей структуры обязательств обмен исполнениями невозможен. Выход из этой дилеммы алеаторный договор находит только в том случае, если оба взаимных обязательства сами по себе имеют субъективную ценность для сторон, в частности обладают рыночной стоимостью. Тогда уже на этом уровне происходит успешный обмен исполнениями (в виде взаимных обязательств), независимо от того, как впоследствии закончится игра.

Все срочные сделки с ликвидным вторичным рынком, а также деривативы с ликвидным и пригодным для складского хранения базисным активом, которые уже по определению (см. разд. В) воспроизводимы на казовом рынке, отвечают этому требованию. Здесь стороны — в отличие от игры — уже при заключении договора открывают позицию, закрыв которую, они получают денежные средства. Это должно быть изло-



жено, как это принято в договорном праве, в понятной и объективной форме, которая с учетом личной квалификации сторон обеспечит понимание выгоды, получаемой от стохастически обусловленной позиции, открытой каждой из сторон договора.²⁵

Впрочем, вне зависимости от того, каковы была внутренняя мотивация, бесспорно, что и в германском, и в российском праве существуют обязывающие и необязывающие алеаторные договоры, а также то, что в договоре страхования, который представляет собой прототип обязывающего рискового договора, также просматривается имущественная ценность открытой рискованной позиции.

Целью договора для застрахованного является наличие страховой защиты независимо от наступления страхового случая, страховщик достигает своей цели, получая страховые премии, размер которых он рассчитывает таким образом, что получение прибыли не является для него случайностью.²⁶ В этом, а также в отсутствии возможности открыть необеспеченную позицию и заключается, собственно говоря, отличие страхования кредита от CDS.

б. Применимость понятия «недостижение цели» для российского права

Не зная всех подробностей, тем не менее можно утверждать, что приведенные выше размышления о правовой природе возражения о недействительности сделки игры, которые были изложены с опорой на германское право, настолько тесно связаны с сущностью обмена исполнениями — а она одинакова по всех правовых системах, — что эту конструкцию можно применить и к российскому праву. Пункт 2 ст. 1102 ГК РФ содержит принцип, согласно которому имущество, приобретенное без правовых оснований, считается неосновательно приобретенным и подлежит возврату. Это положение, разумеется, применимо и тогда, когда, с точки зрения проигравшего, правовое основание исчезает позднее (недостижение цели).²⁷ В дальнейшем автор, не углубляясь в доступные ему на данный момент источники, исходит из того, что в соответствии с положением п. 1 ст. 1102 ГК РФ к любому виду

²⁰ Давидовски М., Рунова В. Указ. соч. С. 6.

²¹ Так считает и Юрий Ковшов, см. его доклад от 25.09.2007 на конференции «Состояние и перспективы развития срочного рынка в России» (цит. по: Смирнов И.Е. Новое на срочном рынке России // Регламентация банковских операций. Документы и комментарии. 2007. № 6 (нояб. — дек.). С. 9 и след.).

²² Например, Ю. Ковшов.

²³ ISDA, Заключение о меморандуме рабочей группы по юри-

²⁴ Об этом кратко см.: Райнер Г. Цит. соч. С. 177—179.

²⁵ Там же. С. 144 и след.

²⁶ Там же. С. 153, 150 и след.

²⁷ Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации. В 3 т. Т. 2 / под ред. Т.Е. Абовой, А.Ю. Кабалкина. М., 2006. Ст. 1102, п. 1.

исполнения, включая обещание исполнения, может быть предъявлено требование о возврате. Таким образом, можно констатировать наличие важнейшего основания для использования понятия «недостижение цели» в российском праве.

с. Анализ п. 2 ст. 1062 ГК РФ исходя из понятия «недостижение цели»

аа. Материальный аспект с подробным рассмотрением CDS

В первом предложении ч. 2 ст. 1062 ГК РФ не нашла отражения точка зрения, согласно которой существование ликвидного вторичного рынка деривативов свидетельствует о том, что имущественную ценность, наличие которой необходимо для признания таких сделок юридически действительными, могут иметь также неликвидные и непригодные для складского хранения базисные активы.

Однако оценка стоимости перечисленных в этой норме деривативов в соответствии с принципом свободы арбитража возможна благодаря требованиям, предъявляемым к базисным активам. Перечисленные в первом предложении п. 2 ст. 1062 ГК РФ базисные активы (товары и цены на них, обменные курсы валют, величины процентных ставок, уровня инфляции, значения индексов), за исключением уровня инфляции и, возможно, определенных индексов, отвечают требованиям ликвидности и возможности складского хранения, соблюдение которых необходимо для кассового арбитража. Тем самым они вписываются в логику понятия «недостижение цели». Правда, применимость этого понятия ограничивается уже упомянутой трудностью, связанной с толкованием пассажа «обстоятельство, которое предусмотрено законом». Эту трудность автор не сумел преодолеть в рамках его пока не очень глубокого ознакомления с литературой по данному вопросу. Во всяком случае, если, как было сказано выше (С. III.1), таким обстоятельством считать открытие конкурсного производства в отношении имущества определенного лица, что применимо к типичным для кредитных деривативов, включая CDS, базисным активам, то недостижение цели здесь отсутствует.

Коллапс рынка кредитных деривативов, который мы наблюдаем в настоящее время, заставляет серьезно усомниться в том, что для CDS имеется требуемая ликвидность рынка. Хотя в конце 2007 г. общий объем находящихся в обращении CDS уже составлял (по номиналу) 58 трлн долл. США (в 2001 г. он не достигал одного триллиона),²⁸ однако львиная доля этой суммы (90%) приходилась на десять крупнейших участников рынка.²⁹

Тот факт, что для рынка характерно весьма ограниченное число действующих лиц, увеличивает вероятность крушения рынка при неспособности одного участника выполнить свои обязательства. При таком положении вещей исчезает возможность закрыть сделку в любой момент, однако при изменении общих условий она может появиться, если стороны договора получают возможность правильно оценить стоимость своих рискованных позиций на кассовом или вторичном рынке. Сама по себе стандартизация договорных условий, которая в определенной мере уже происходит благодаря все более широкому использованию опубликованного в 1999 г. документа ISDA «Credit Derivative Definitions» в сочетании с ISDA Master Agreement, не гарантирует ликвидности рынка.³⁰ Нерешенной остается проблема, связанная с тем, что вероятность неплатежеспособности должника зависит от множества зачастую индивидуальных факторов. Проблема усугубляется тем, что важная для оценки этой вероятности информация распределена неравномерно. Кредитор (первый залогодержатель) знает своего должника гораздо лучше, чем потенциальные залогодатели (асимметрия информации).

Эта асимметрия слабее, если в роли должника выступает крупное предприятие, акции которого имеют биржевую котировку. Рейтинги, присвоенные должнику, а также добровольно взятые им обязательства публичности и транспарентности деятельности также ослабляют асимметричность в распределении информации.³¹ Однако весьма сомнительно, что этого достаточно для объективной и консенсусной — в смысле рыночной цены — оценки рискованной позиции. Достаточно вспомнить о количестве моментально пересмотренных в последнее время рейтингов. Уже сама по

себе довольно грубая шкала оценок, используемая для присвоения рейтинга, свидетельствует о приближенности оценки, которая органически присуща рейтингованию. Еще заметнее информационная асимметрия при кредитовании малых и средних предприятий, не имеющих рейтинга, и биржевых котировок акций. Стремлению закрепить в договоре обязанность предоставлять информацию препятствуют как правовые (например, защита данных и банковская тайна), так и экономические (транзакционные издержки) ограничения.

Дефицит информации усиливается, если залогодержатель, в свою очередь, размещает риски на вторичном рынке. В этом случае уже обе стороны не имеют информации, которая позволила бы им оценить риск. Именно этот эффект привел в последние месяцы к тому, что на CDS стало невозможно найти покупателя и рыночное равновесие было нарушено. Следствием этого стало драматическое падение цен и невозможность в принципе сформировать цену. Временным выходом из экстремальной ситуации на рынке, возникшей в результате реализации системных рисков, может быть вмешательство государства, что, собственно, и происходит. Предоставив в рамках мер экстренной помощи соответственно 450 млрд долл. и 80 млрд евро, правительства США и Германии выступили в роли покупателей и залогодателей. Однако поскольку государство не располагает информацией об имущественной ценности и тем самым о цене CDS, возможно, имеет смысл организовать обратные аукционы и воспользоваться участием продавцов, чтобы получить более или менее разумные цены.³²

До сих пор решение проблемы определения стоимости CDS виделось в объединении в один пул примерно однородных (гомогенных) рисков с целью их диверсификации.³³ Этот подход основан на законе больших чисел, которым пользуются страховщики. Правда, остается неясным, достаточно ли гомогенны риски или же объединение их в пул только усложняет их оценку и снижает ликвидность рынка. Поэтому введение биржевой торговли для CDS означает не только стандартизацию условий договоров, но и в определенной мере также стандартизацию кредитных рисков. Однако ликвидным рынок и здесь станет только тогда, когда большее, чем сейчас, количество участников рынка будут



считать, что они в состоянии оценить стоимость открытых рискованных позиций.

Итак, ответ на вопрос, возможно ли, опираясь на нормы договорного права, нейтрализовать в отношении CDS возражение о недействительности сделки игры и применить норму первого предложения п. 2 ст. 1062 ГК РФ, связан с необходимостью увеличить количество участников на кассовом и вторичном рынках, чтобы повысить ликвидность этих рынков. До сих пор сделать это не удалось, однако возможности для этого имеются.

bb. Круг лиц, к которым применима новая норма

Возникает также вопрос, насколько те ограничения, которые вводит второе предложение п. 2 ст. 1062 ГК РФ, могут быть объяснены квалификацией сторон договора в вопросе реализации рыночной стоимости их позиций по срочным сделкам. Юридические лица, имеющие разрешение надзорного органа на осуществление банковских и биржевых операций, безусловно, обладают необходимым минимумом профессиональных знаний в финансовой сфере, который облегчает им понимание финансово-экономической сущности срочных сделок и особенностей соответствующего рынка. Однако это вовсе не гарантирует того, что их знаний будет достаточно, чтобы реализовать рыночную стоимость деривативов. Поэтому более соответствует цели прежний и до сих пор существующий в Германии подход, предусматривающий наличие профессиональных знаний именно в области срочных сделок. В пользу российского варианта регулирования может, однако, говорить то, что «квалифицированная» сторона договора в соответствии с нормой второго предложения п. 1 ст. 1062 ГК РФ, возможно, будет обязана — в соответствии с требованиями надзорного органа или по условиям договора — проинформировать контрагента о возможностях закрытия позиции. Налагает ли действующее российское законодательство соответствующие обязанности информирования, автору пока неизвестно.

Ограничение, вводимое на участие физических лиц в срочных биржевых сделках (третье предложение п. 2 ст. 1062 ГК РФ), может быть обосновано квалификацией, поскольку физические лица, как правило, плохо

²⁸ Немецкий Бундесбанк. Ежемесячный отчет. 2008. Июль. С. 22.

²⁹ Eichhorn P. (VW 2006, 1836(1836)), на конец 2005 г. приводит цифру 86%; в конце 2004 г. их доля достигла 90% (Rudolph, Hofmann, Schaber, Schäfer. Op. cit. С. 71 и след.

lph, Hofmann, Schaber, Schäfer, Kreditrisikotransfer: Moderne Instrumente und Methoden, Berlin u.a. 2007. S. 63).

³⁰ Brandt. Op. cit.

³¹ Rudolph, Hofmann, Schaber, Schäfer. Op. cit. С. 71 и след.

³² Эта возможность в явной форме прописана в разд. 113 американского «Акта о стабилизации экономики» (Emergency Economic Stabilization Act).

³³ Rudolph, Hofmann, Schaber, Schäfer. Op. cit. С. 73, 47.

знакомы с этой сферой, а способность в подходящий момент закрыть позицию, заключив встречную сделку, здесь приобретает особое значение. Абсолютно не вписываются в систематику договорного права аргументы в пользу ограничения российскими финансовыми институтами круга лиц, к которым применяется норма второго предложения п. 2 ст. 1062 ГК РФ, — если данная норма действительно будет толковаться таким образом.

Выводы

1. Концепция автора, разработанная для понимания сущности деривативов и положенная в основу данного исследования, базируется на той финансово-экономической особенности, которая присуща всем деривативам с ликвидным и пригодным для складского хранения базисным активом. Это возможность для каждой из сторон в течение срока действия договора в любой момент определить теоретическую (возможно, отрицательную) рыночную стоимость этих инструментов. Ядром концепции является тезис, изначально разработанный в рамках немецкого права: что текущие позиции по деривативам с теоретической рыночной стоимостью могут рассматриваться различными областями права как содержащие двусторонние, немедленно подлежащие исполнению и определенные (т. е. не стохастически обусловленные) требования платежа в размере, соответствующем рыночной стоимости собственной позиции. Сказанное относится и к деривативам, которые из-за отсутствия надлежащего базисного актива не имеют теоретической рыночной стоимости. Для них благодаря наличию ликвидного вторичного рынка может быть эмпирически рассчитана рыночная цена.

2. Необязательность исполнения алеаторных договоров (возражение о недействительности сделки игры) выводится не из общественных интересов, а следует из внутренне присущего договору [игры] недостиже-

ния цели одной из сторон (проигравшим). Напротив, имеющие юридическую силу алеаторные договоры являются договорами мены, в которых стохастически неопределенные обязательства уже представляют собой часть синаллагматической связи, а вовсе не сами неопределенные исполнения, на которые направлены эти обязательства. Это предполагает, что стохастически обусловленные позиции представляют для сторон договора собственную субъективную ценность. Этот подход, по всей вероятности, применим и в российском договорном праве.

3. Введенное в 2007 г. п. 2 ст. 1062 ГК РФ регулирование, предусматривающее отказ от рассмотрения срочных сделок с определенными базисными активами, имеющих определенный круг контрагентов и заключенных на определенных рынках как сделок игры/пари, явно не опирается на принцип имущественной ценности инструментов и не учитывает квалификацию сторон договора, позволяющую им в любой момент времени реализовать соответствующий актив. Не учитывается и существование ликвидного вторичного рынка соответствующих деривативов. Кредитные дефолтные свопы (CDS), которые входят в число инструментов, вызвавших нынешний финансовый кризис, вероятно, входят в сферу применения новой нормы, хотя в современной ситуации на финансовых рынках — даже без учета того, что это рынок сейчас находится в коллапсе, — оценка их стоимости и возможность в любой момент закрыть позицию представляется весьма сомнительной. Хотя материальная сфера применения новой нормы и круг лиц, к которому она применима, как минимум отчасти позволяют вписать ее в систему договорного обмена исполнениями, это произошло скорее случайно, нежели в результате сознательного системного подхода. Поскольку норма п. 2 ст. 1062 ГК РФ допускает различные толкования, даже финансисты-практики скорее всего останутся недовольны.

ПРЕДСЕДАТЕЛЬ СУДА



Родился в 1956 г. В 1978 г. окончил юридический факультет Ленинградского государственного университета, в 1991 г. — Академию общественных наук при ЦК КПСС.

В 1990-е годы стажировался в ряде университетов за рубежом.

С 1978 г. работал в прокуратуре Карельской АССР: стажером, прокурором отдела, следователем, заместителем прокурора района, начальником отдела республиканской прокуратуры по надзору за рассмотрением уголовных дел в судах.

С 1985 г. работал в Карельском обкоме КПСС — инструктором, заведующим государственно-правовым отделом.

С марта 1990 г. — министр юстиции Республики Карелия.

С марта 2000 г. — председатель Арбитражного суда Республики Карелия.

Заслуженный юрист Российской Федерации и Республики Карелия.

Награжден орденом Почета, медалями.

Член Совета судей России. Занимается преподавательской и научной деятельностью, основные сферы интересов — административное, конституционное право, арбитражный процесс.

На вопросы главного редактора журнала «ЗАКОН» Яна Пискунова отвечает
председатель Арбитражного суда Республики
Карелия Александр Валерианович ПЕТРОВСКИЙ

«ПАЛОЧНЫЙ», БЕЗ АНАЛИЗА, ПОДХОД К ОЦЕНКЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ СУДЬИ НЕДОПУСТИМ

— Александр Валерианович, в Вашей работе больше правового или административного? Часто ли Вам приходится лично вести судебный процесс?

— Очевидно, это уже традиционный первый вопрос редакции журнала в рамках данной рубрики. И я присоединяюсь к ответам председателей арбитражных судов Свердловской области И.В. Решетниковой и Санкт-Петербурга и Ленинградской области С.В. Изотовой (журналы «ЗАКОН» за сентябрь и октябрь этого года). Могу дополнить, что Высшим Арбитражным Судом Российской Федерации все больше принимается нормативных актов, регламентирующих организационную деятельность судов. Все больше становится и локальных нормативных актов самих судов, причем суды по указанию Высшего Арбитражного Суда приняли положения о порядке разработки и принятия таких актов. Поэтому председатель суда, действуя в рамках этих актов, пусть подзаконных, локальных, по сути находится в правовом поле, что придает гласность и легитимность принимаемым решениям, препятствует субъективному подходу.