

Право и бизнес

ПРАВОВОЕ ОФОРМЛЕНИЕ УСЛОВНЫХ СРОЧНЫХ ОПЕРАЦИЙ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Н.Б. Шеленкова *

В биржевой практике различают обыкновенные срочные и условные срочные операции.

Биржевой срочный договор есть договор купли-продажи биржевых ценностей, заключенный в порядке, установленном для срочной торговли правлением соответствующей биржи. Его исполнение участниками – поставка и оплата предмета договора – подлежит осуществлению в определенный момент или в течение определенного периода в будущем. Такой договор называется обыкновенным или твердым срочным договором.

Участники обыкновенного срочного договора устанавливают определенный фиксированный срок исполнения сделки, который не подлежит последующему изменению. В случае неисполнения договора в срок соответствующие юридические последствия наступают для должника незамедлительно. Такой порядок регулирования, направленный на обеспечение своевременного исполнения срочного договора, отвечает предназначению срочной торговли как инструмента страхования от курсовых колебаний.

Характерной особенностью условных срочных операций является предоставление одной из договаривающихся сторон "права выбора" за уплату определенного вознаграждения, размер которого установлен заранее. Объем "права выбора" для отдельных видов условных срочных операций не совпадает. Но все они обладают единым качеством – наличием у стороны договора, обладающей "правом выбора", права в определенный ("заявительный") день или в течение определенного периода времени на основе одностороннего волеизъявления принять решение о способе дальнейшего надлежащего исполнения договора. Таким образом, окончательное определение содержания договорных прав и обязанностей обуслов-

* Соискатель по кафедре "Мировая экономика и международные экономические отношения" Дипломатической академии МИД РФ.

лено характером волеизъявления участника с "правом выбора". В результате этого данная форма срочной торговли получила название условной срочной.

Для современной биржевой практики характерны два вида условных срочных операций: опционные и премиальные контракты. После открытия Чикагской опционной биржи (Chicago Board Options Exchange, Inc., CBOE) в 1973 году опционные операции получили должное распространение на международных финансовых рынках. За созданием Европейской опционной биржи (European Option Exchange, EOE) в Амстердаме и Международной фьючерсной биржи (London International Financial Futures Exchange, LIFFE) в Лондоне следует возникновение опционного рынка во Франции (Marché à Terme des Instruments Financiers, MATIF, 1986), в Швейцарии (Swiss Options and Futures Exchange, 1988 г.) и, наконец, в Германии (Die Deutsche Terminbörse, DTB, 1989 г.). В настоящее время на опционные операции наряду с фьючерсными приходится наибольший удельный вес биржевой срочной торговли. В отличие от опционных операций, премиальные операции осуществляются главным образом на фондовых биржах Швейцарии. В данной статье опционные операции рассматриваются на основе действующего биржевого законодательства Германии, а премиальные операции – с учетом биржевой практики Швейцарии.

ПРЕМИАЛЬНЫЕ ОПЕРАЦИИ

Премиальные операции традиционно рассматриваются в качестве "предшественников" современной опционной торговли. Объективной причиной подобной оценки роли премиальных операций являются совпадение отдельных договорных элементов опционных и премиальных контрактов и имманентно присущий им "условный" характер договорных прав и обязанностей участников, основанный на возможности различного использования "права выбора". Субъективность подхода к премиальным операциям как "предшественникам" опционных состоит в своеобразном биржевом вакууме, исторически сложившемся в некоторых европейских странах, например в Германии до начала 70-х годов XX в., при запрещении многих форм биржевой, в первую очередь условной срочной, торговли.

Биржевой практике известны три следующих вида премиальных контрактов: операции с предварительной (Vorprämiengeschäft), последующей премией (Rückprämiengeschäft) и операции с двойной премией (Doppelprämiengeschäft).

Покупателю (операция с предварительной премией) или продавцу (операция с последующей премией) предоставляется "право

выбора": исполнить премиальную сделку (купить и, соответственно, продать базисный продукт) или сложить с себя договорные права и обязанности за уплату премии. Премиальная операция с двойной премией представляет собой одновременное заключение двух сделок — с предварительной и последующей премией.

При заключении премиального договора его участники согласовывают базисный продукт, срок исполнения, срочный курс (курс, по которому осуществляется купля-продажа базисного продукта) и размер премии (обычно 2–5% от значения согласованного срочного курса), которая подлежит уплате стороной договора, обладающей "правом выбора", только в случае отказа от исполнения сделки. Правление биржи ежегодно утверждает календарь возможных сроков исполнения премиального договора и так называемых "заявительных" дней¹ — дней, когда участник с "правом выбора" имеет право сделать заявление о принятом им решении: либо исполнить сделку, либо уплатить премию. В случае отсутствия надлежащего заявления "право выбора" переходит к другой стороне договора². Решение об исполнении премиального договора принимается на основе сравнения значений срочного курса премиальной сделки и биржевого кассового курса базисного продукта премиальной сделки в "заявительный" день³.

Как и при опционных операциях, размер возможных убытков у участника премиального договора с "правом выбора" не превышает величины премии, а размер возможной прибыли теоретически не ограничен. Для второго участника ситуация противоположна.

Между премиальными и обычными срочными операциями существует тесная взаимосвязь.

Во-первых, разница между биржевым курсом обыкновенного срочного (например, фьючерсного) и премиального контракта (базисные продукты и сроки исполнения таких контрактов совпадают) на определенную дату называется "экарт" (ecart). Как указывалось выше, размер устанавливаемой премии может изменяться в процентном отношении относительно величины срочного курса, согласованного в премиальном договоре. С увеличением размера экарта уменьшается вероятность того, что премиальный договор будет исполнен и у участника без "права выбора" возникнут убытки. Таким образом, чем больше экарт, тем меньше подлежащая уплате в случае неисполнения премиального договора премия. В соответствии с биржевой практикой контракт с предварительной премией (с последующей премией) котируется выше (ниже), чем обыкновенный срочный контракт с идентичным сроком исполнения.

Во-вторых, правовые конструкции премиального и обыкновенного срочного контракта совпадают. При этом их принципиальное

отличие состоит в том, что при премиальном договоре речь идет об определенной степени "условности" содержания существующих прав и обязанностей участников договора. Такая "условность" заключается в невозможности до известного момента в будущем (до заявления участника с "правом выбора") окончательно определить содержание договорных прав и обязанностей (купля-продажа базисного продукта или уплата премии), объем которых, однако, уже установлен участниками при заключении премиального договора. Причиной тому является наличие у одного из участников "права выбора" относительно способа исполнения премиального контракта. Использование "права выбора" соответствующим участником есть необходимое условие для дальнейшего надлежащего исполнения премиального договора. На данном основании премиальный договор представляет собой особый вид срочных операций – условную срочную операцию – условную с точки зрения способа реализации договорных отношений.

ОПЦИОННЫЕ ОПЕРАЦИИ

Термин "опцион" происходит от латинского слова "optio", что означает "выбор", "право выбора". Первоначально под опционом подразумевалась возможность выбора между двумя или более правовыми действиями⁴. В дальнейшем на основе практического применения значение опционной торговли видоизменяется. В результате этого возникает и новое определение опционного договора.

Опционный договор есть соглашение между двумя сторонами: покупателем и продавцом опциона. Покупатель опциона в момент заключения опционного контракта уплачивает продавцу опциона опционную премию (цену опциона) и приобретает опционное право ("право выбора"). "Право выбора" есть право покупателя на основе одностороннего волеизъявления, относящегося к будущему, требовать от продавца опциона осуществить трансфертную операцию с определенным количеством базисного продукта опциона (контрактный объем опциона)⁵ по предусмотренной в опционном договоре цене (базисной цене опциона) в течение установленного срока (опционного периода) либо в определенный момент времени (срок исполнения опциона) отказаться от исполнения опциона или продать "право выбора" на вторичном опционном рынке. Продавец опциона, получив опционную премию, обязан выполнить согласованные условия опционного договора, не зная заранее, каким образом воспользуется своим "правом выбора" покупатель.

Опционная операция состоит из двух юридически и технико-операционно независимых друг от друга этапов: основного опционного договора и договора об исполнении опциона.

Содержание основного опционного договора состоит в достижении соглашения между продавцом и покупателем о предоставлении опционного права ("права выбора"). Продавец опциона предоставляет покупателю опционное право за уплату определенного вознаграждения — опционной премии. Возникновение опционного права происходит в момент заключения основного договора на первичном опционном рынке⁶. Таким образом, опционное право является одновременно и предметом, и результатом заключения первичного основного договора. При заключении последующих опционных контрактов на вторичном опционном рынке опционное право представляет собой уже самостоятельный объект биржевой торговли, и возникновения какого-либо другого опционного права, отличного от первоначального, в данном случае не происходит.

Обязательства покупателя опциона из основного договора состоят в уплате опционной премии, произвести которую он должен незамедлительно, то есть в предусмотренный для кассовых биржевых операций двухдневный срок⁷.

Продавец опциона обязан принять от покупателя опционную премию и иметь в наличии согласованное в опционном договоре количество базисного продукта опциона или предоставить взамен гарантийное обеспечение, размер которого установлен в биржевом законодательстве. Таким образом, продавец опциона является связанным своими обязательствами в течение всего опционного периода, точнее — до заключения договора об исполнении опциона.

Второй этап опционной операции наступает в результате соответствующего использования покупателем опциона опционного права, приобретенного им при заключении основного договора. На основании одностороннего волеизъявления покупателя опциона о своем решении исполнить опцион происходит заключение договора купли-продажи базисного продукта опциона. Особенностью такого договора купли-продажи является согласование его условий на первом этапе, то есть в основном опционном договоре.

Продавец опциона должен получить извещение о содержащемся в волеизъявлении покупателя опциона намерении исполнить опционный контракт не позднее чем за один час после начала биржевой торговли. В противном случае исполнение опционного контракта осуществляется только на следующий день, если опционный период к этому времени не истек. Исполнение договора купли-продажи базисного продукта предусматривает поставку и оплату базисного продукта в течение двух дней⁸.

Правильность принципа разграничения основного опционного договора и договора об исполнении опциона доказывают следующие обстоятельства.

Прежде всего, предмет основного опционного договора есть предоставление опционного права за уплату опционной премии, а не поставка базисного продукта опциона; собственно купля-продажа базисного продукта опциона возможна только в результате одностороннего использования опционного права покупателем опциона. Дело в том, что покупатель опциона стремится получить максимальную прибыль от осуществления операции. Это, однако, не всегда равнозначно принятию им решения об исполнении опциона. Способы достижения этой цели могут быть различны: исполнение опциона (поставка и оплата базисного продукта), отказ от исполнения опциона или продажа опционного права на вторичном опционном рынке, что в совокупности и составляет содержание опционного права покупателя опциона.

Характер волеизъявления участников опционной операции соответствует их стремлению к юридическому обособлению операционно независимых этапов опциона. На практике продавец опциона вообще не заинтересован в дальнейшем заключении договора об исполнении опциона, так как только в этом случае он может получить максимальную прибыль, равную величине опционной премии. Покупатель, в свою очередь, может отказаться от предоставленного ему опционного права заключить договор об исполнении опциона в следующих случаях: во-первых, когда в результате неблагоприятного развития биржевой конъюнктуры (курса базисного продукта) исполнение опциона принесет ему убытки; во-вторых, если продажа опционного права на вторичном опционном рынке представляется более выгодной.

Следует учесть, что два самостоятельных договора не могут рассматриваться в качестве единого договора на основании только того факта, что при заключении первого договора было согласовано содержание второго. На практике заключения второго договора (договора об исполнении опциона) часто вообще не происходит. Кроме того, существует возможность отчуждения опционного права, то есть покупатель опциона может в любое время передать приобретенное опционное право третьим лицам⁹.

Важно также, что при наличии вторичного опционного рынка опционное право является самостоятельным объектом биржевой торговли и имеет собственную котировку на бирже, на курсовое развитие которой оказывают влияние иные факторы, чем на биржевой курс базисного продукта опциона¹⁰.

Наконец, основной опционный договор остается в силе для подписавших его сторон даже в том случае, если заключения договора об исполнении опциона не происходит.

Таким образом, цель участников опционного договора заклю-

чается в следующем: с одной стороны, его участники не хотят быть изначально связанными исполнением договорных обязательств; с другой стороны, продавец опциона стремится окончательное согласование условий опционного договора поставить в зависимость от собственного волеизъявления в определенный момент в будущем.

Современный опционный договор представляет собой стандартизированный контракт, который обязательно включает следующие восемь элементов: вид опциона (покупательный, call option, или продажный опцион, put option); базисный продукт; контрактный объем; базисная цена; опционная премия (цена опциона); срок исполнения опциона (опционный период); способ исполнения опциона (американский или европейский опцион); учет дивидендов и других платежей в течение опционного периода. В последнее время вышеперечисленные спецификации опционных контрактов подверглись значительной стандартизации. Данный процесс обусловлен необходимостью создания эффективно функционирующей системы опционной торговли, особенно в связи со стремительным развитием вторичного опционного биржевого рынка.

Современной биржевой практике известны следующие виды опционных договоров:

1) *покупательный* (call option) и *продажный* опцион (put option) – в зависимости от содержания опционного права ("права выбора");

2) *американский* и *европейский* опцион – в зависимости от временной возможности исполнения;

3) *традиционный* и *стандартизированный* опцион – в зависимости от степени стандартизации опционного контракта (или, точнее, "права выбора");

4) *кассовый* (options on actuals, spot options) и *срочный* опцион (options on futures) – в зависимости от особенностей базисного продукта опционного договора;

5) *биржевой* опцион (exchange traded options, listed options) и *опцион во внебиржевой торговле* (over-the-counter options) – в зависимости от места заключения опционного договора.

Кроме опционных и премиальных операций биржевой практике известны еще два других вида условных срочных операций, которые в настоящее время более не осуществляются, но такая возможность предусматривается в биржевых обычаях: это *стеллажные операции* и *кратные операции*.

СТЕЛЛАЖНЫЕ ОПЕРАЦИИ

Стеллажный договор есть **соглашение** между двумя сторонами – покупателем и продавцом, в соответствии с которым поку-

патель вправе в определенный момент в будущем (в "заявительный" день) объявить продавцу о своем решении купить у него согласованное в договоре количество базисного продукта (ценных бумаг) по установленному при заключении договора наивысшему курсу или продать продавцу данный базисный продукт по наименьшему курсу, в то время как продавец по стеллажному договору обязуется надлежащим образом выполнить договорные обязательства в зависимости от будущего решения покупателя. В отличие от премиального договора, покупатель стеллажного договора не вправе отказаться от покупки или от продажи базисного продукта.

Таким образом, участники стеллажного договора согласовывают два курса: курс покупки базисного продукта договора (наивысший) и курс его продажи (наименьший). Разница между первым и вторым курсом называется стеллажом. В свою очередь, средний курс по отношению к курсу покупки и курсу продажи есть базисный или стеллажный курс.

В зависимости от развития биржевой конъюнктуры покупатель выбирает одну из двух находящихся в его распоряжении стратегий¹¹:

1. Биржевой срочный курс базисного продукта в "заявительный" день превышает его стеллажный курс: покупатель примет решение о покупке базисного продукта по наивысшему курсу (стеллажный курс плюс $1/2$ стеллажа).

2. Биржевой срочный курс базисного продукта меньше стеллажного курса (обратная ситуация): покупатель примет решение о продаже базисного продукта по наименьшему курсу (стеллажный курс минус $1/2$ стеллажа)¹².

Покупатель по стеллажному договору получит прибыль только в том случае, если биржевой срочный курс базисного продукта подвержен сильным колебаниям и его значение лежит за пределами интервала, образуемого обоими стеллажными курсами. Размер его убытков равен величине максимальной прибыли продавца по стеллажному договору и не может превышать половину стеллажа¹³. В свою очередь, убытки продавца теоретически не ограничены.

КРАТНЫЕ ОПЕРАЦИИ

Кратные операции бывают двух видов¹⁴.

По кратному договору "в пользу покупателя" покупатель обязуется купить у продавца определенное количество базисного продукта на условиях обыкновенного срочного (фьючерсного) договора и в то же время имеет право в "заявительный" день потребовать от продавца дополнительно поставить — одновременно или в несколько партий — данное количество базисного продукта.

В соответствии с кратным договором "в пользу продавца" продавец обязуется продать покупателю на срок установленное в договоре количество базисного продукта и вправе в "заявительный" день потребовать от покупателя дополнительно купить у него — единовременно или многократно — данное количество базисного продукта.

В случае пропуска "заявительного" срока со стороны участника кратного договора, располагающего "правом выбора", данное право переходит к другой стороне¹⁵. Кратные операции обладают значительным спекулятивным потенциалом. У участника с "правом выбора" шансы на получение максимальной прибыли многократно превышают возможность возникновения убытков. Для другого участника ситуация носит противоположный характер.

В настоящее время на российском фондовом рынке опционная торговля еще не получила должного распространения. В макроэкономическом аспекте негативное влияние на развитие опционной торговли в России оказывают общая финансовая нестабильность, в первую очередь высокие темпы инфляции, административные вмешательства в процессы на рынке ссудных капиталов, недостаточный уровень развития биржевого рынка в целом как рынка базисных продуктов опционных контрактов и отсутствие организационной структуры самого опционного рынка. В микроэкономическом аспекте главной проблемой является низкая ликвидность первичного опционного рынка, основными показателями которой являются количество, качество и сроки обратимости опционных контрактов. В данных условиях как покупатель, так и продавец опциона не могут закрыть свои позиции до истечения опционного периода. С другой стороны, ценовой механизм опционной торговли на российских фондовых биржах недостаточно отлажен для поддержания относительного равновесия между числом покупателей и продавцов опционных контрактов. Такая ситуация характеризуется полным отсутствием вторичного опционного рынка и, следовательно, отражается на возможностях реализации "права выбора" покупателем опционного контракта.

Наряду с экономическими трудностями организации опционного рынка в России важное значение имеет создание соответственной правовой базы. Сейчас при отсутствии единых законодательных требований биржевая опционная торговля осуществляется на основе внутренних регламентов бирж, а порядок заключения опционных контрактов вовне биржевой торговли, как правило, устанавливается де-факто. Однако в процессе становления отечественного биржевого законодательства не следует "снимать копии" с современных законодательных актов стран с развитой рыночной системой хо-

зайствований. Значительно большего эффекта можно достичь путем анализа биржевого законодательства других стран на различных этапах их экономического развития с учетом реальностей экономической ситуации в России.

¹ Как правило, четвертый биржевой день от конца месяца. См. *Züricher-Terminclearing-Reglement*, § 9, Abs. 1.

² *Basel-Usanzen*, § 27, Abs. 3–5; *Züricher-Usanzen*, § 27, Abs. 2–4, § 30.

³ Например, покупатель делает заявление об исполнении контракта с предварительной премией, если биржевой кассовый курс базисного продукта превышает срочный курс премиальной сделки или, по крайней мере, не меньше разницы между последним и премией, то есть до тех пор, пока размер возникающих при исполнении договора убытков меньше согласованной премии.

⁴ См. *Bauer Th. Börsenmässige Termingeschäfte und Differenzeinwand im schweizerischen und deutschen IPR.* — Basel, Frankfurt am Main, 1988. — S. 101.

⁵ Например, купить или продать пакет акций.

⁶ Например, в соответствии с нормами, содержащимися в § 433 Германского гражданского уложения, предметом договора купли-продажи также могут быть и правовые отношения. Также см. *Palandt O. Bürgerliches Gesetzbuch.* 47. — Aufl. München, 1988. — § 433, Anm. 1.

⁷ *Besondere Bedingungen für Optionsgeschäfte an den deutschen Wertpapierbörsen*, § 7//Vorschriften für den Optionshandel/Frankfurter Wertpapierbörse. — Frankfurt am Main, 1991; также см. *Kümpel S. Der Optionskauf beim deutschen börsenmässigen Optionsgeschäft ein unwirksames Kassegeschäft?*//*Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht.* 1985. — S. 73.

⁸ *Там же*, § 8, Abs. 1, 3; § 9; § 15 "Bedingungen für Geschäfte an den deutschen Wertpapierbörsen"/Frankfurter Wertpapierbörse. — Frankfurt am Main, 1991.

⁹ Для сравнения см. *Besondere Bedingungen für Optionsgeschäfte an den Deutschen Wertpapierbörsen*, § 6.

¹⁰ Такими факторами являются, например, величина остаточного опционного периода и размер процентных ставок на рынке ссудных капиталов.

¹¹ Для сравнения см. *Basel-Usanzen*, § 29; *Züricher-Usanzen*, § 28.

¹² Например, стеллажный курс акций — Fr. 220, стеллаж — Fr. 40, биржевой срочный курс в "заявительный" день составляет Fr. 210: покупатель продает акции по наименьшему курсу Fr. 200, размер его убытков равен Fr. 10.

¹³ Из данного примера: максимальные убытки у продавца возникают при биржевом срочном курсе акций Fr. 220 в "заявительный" день и равны Fr. 20.

¹⁴ Для сравнения см. *Basel-Usanzen*, § 30; *Züricher-Usanzen*, § 29.

¹⁵ Для сравнения см. *Basel-Usanzen*, § 27, Abs. 4; *Züricher-Usanzen*, § 30.