

Право и бизнес

МЕСТО ОПЦИОННЫХ ОПЕРАЦИЙ В СИСТЕМЕ БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ*

Н.Б. Шеленкова*

Определение места опционных операций в системе биржевой торговли представляет особый интерес как с юридической, так и с экономической точек зрения. С одной стороны, постановка данной проблемы непосредственно связана с исследованием правовой природы опционного контракта и структуры биржевого срочного рынка. С другой – вопрос о месте опционных операций в системе биржевой торговли имеет чисто практическое значение и заключается прежде всего в целесообразности применения положений биржевого законодательства, регулирующих срочную торговлю, к опционным операциям², а также в правильности выбора различных стратегий для создания инвестиционного портфеля на фондовом рынке.

Как известно, в биржевой практике различают обыкновенные и условные срочные операции. Применительно к опционным операциям особенность ситуации, сложившейся на биржевом рынке, заключается в следующем.

Во-первых, традиционно опционные операции рассматривают в качестве одной из форм срочной торговли³, а именно: наряду с премиальными сделками их относят к срочным операциям с так называемым "правом выбора" или условным срочным операциям. Данный подход нашел свое отражение в соответствующих положениях законодательных актов⁴.

Во-вторых, наряду с этим существует и другая позиция, представители которой считают опционные операции самостоятельным видом биржевой торговли⁵. Эта позиция базируется на том факте, что наличие единого законодательного регулирования для всех видов срочных операций, включая и опционные, в определенной степени не согласуется с существованием целого ряда важных различий между ними.

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

Следовательно, в современной западной юриспруденции и судебной практике не существует однозначного ответа на вопрос о месте опционных операций в системе биржевой торговли. Попытаемся решить этот вопрос в данной статье на основе выделения существенных отличий опционных операций от других видов срочной торговли.

РАЗЛИЧИЕ ОПЦИОННОГО И ПРЕМИАЛЬНОГО ДОГОВОРА

Несмотря на внешнее сходство, опционные и премиальные контракты принципиально отличаются друг от друга. В первую очередь это касается различий в их договорном оформлении.

1. Главное отличие опционного договора от премиального заключается в несовпадении их договорных конструкций. Опционная операция состоит из двух самостоятельных, юридически независимых друг от друга договоров — основополагающего опционного договора и договора об исполнении опциона. "Право выбора", приобретаемое покупателем опциона за уплату опционной премии, представляет собой в обобщенном виде право на заключение договора об исполнении⁶. В противоположность этому премиальный контракт представляет собой единый неделимый договор с оговоркой об одностороннем отказе от его исполнения договорной стороной, обладающей "правом выбора".

2. Различия в договорных конструкциях находят свое отражение в содержании "права выбора". В случае премиального договора речь идет о выборе между двумя альтернативными способами исполнения уже существующего договора: куплей-продажей базисного продукта или уплатой премии. При опционном договоре реализация "права выбора" предусматривает следующие три возможности: заключение нового договора — договора об исполнении опциона, отказ от исполнения опциона и продажу опционного права ("права выбора") на вторичном опционном рынке.

3. При премиальном договоре реализовать "право выбора" может только соответствующий участник, непосредственно заключивший премиальный договор, и только один раз. При опционном договоре существует возможность неоднократного отчуждения "права выбора" на вторичном опционном рынке, и таким образом исчезает индивидуализированный характер "права выбора", типичный для премиального договора.

4. Для современного опционного договора⁷ существует возможность его исполнения (использование покупателем "права выбора") в течение всего опционного периода, в то время как при

премиальном договоре право отказаться от его выполнения может быть реализовано только в определенный ("заявительный") день. С экономической точки зрения это означает, что вероятность получения прибыли у покупателя опциона выше, так как он может использовать благоприятное развитие биржевой конъюнктуры в течение относительно более продолжительного промежутка времени (опционного периода).

5. В соответствии с условиями опционного договора покупатель обязан уплатить опционную премию как необходимое условие для приобретения "права выбора"; в премиальном договоре уплата премии предусмотрена только при отказе от исполнения сделки.

6. Если покупатель опциона не реализует предоставленное ему "право выбора" в течение опционного периода, то опционный контракт полностью обесценивается. При премиальной операции в случае неиспользования договорной стороной, которой предоставлено "право выбора", оговорки об отказе от исполнения договора "право выбора" переходит к другой стороне.

7. Для премиального договора не типична стандартизация договорных условий (базисной цены, контрактного объема и срока исполнения договора). Возможность вторичной купли-продажи премиального контракта здесь отсутствует; это свойство сближает его с традиционным опционом.

Таким образом, опционный договор есть условный биржевой договор, или договор с так называемым "правом выбора". При этом, в отличие от премиальных контрактов, условность опционного договора имеет качественно иной характер: условным является не способ реализации договорных прав и обязанностей, а сам факт их возникновения. Условием для заключения договора об исполнении опциона служит не просто факт использования "права выбора" покупателем опциона (как при премиальном контракте), а только принятие им решения об исполнении опциона. В противном случае возникновения прав и обязанностей участников опциона из договора об исполнении вообще не наступает. Необходимость заключения договора об исполнении опциона на основе решения покупателя опционного договора возникает только при определенных обстоятельствах, наступление которых обусловлено развитием биржевой конъюнктуры в течение опционного периода.

РАЗЛИЧИЕ ОПЦИОННОГО И ОБЫКНОВЕННОГО СРОЧНОГО ДОГОВОРА

Необходимой предпосылкой для квалификации совершаемой операции в качестве срочной является наличие определенной взаимосвязи со срочным рынком⁸. При этом необходимо заметить,

что биржевое законодательство Германии в современной редакции не содержит определения биржевого срочного договора⁹. Содержание данной взаимосвязи заключается в предоставлении участникам заключаемой срочной операции не только определенного временного разрыва между заключением договора и его исполнением, но также и в возможности постоянного зачета существующих срочных позиций.

Первоначально под срочным рынком понимали срочные операции, совершаемые только на биржах¹⁰. Впоследствии в связи с развитием внебиржевой торговли возникает расширительное толкование данного термина: контракт, заключаемый вне биржи, может быть квалифицирован как биржевой, если его содержание соответствует основным спецификациям биржевых срочных контрактов. В результате этого внебиржевая срочная торговля валютными ценностями в Германии и операции, совершаемые на зарубежных срочных рынках, подлежат регулированию на основе § 50–70 Закона о биржах. Рассмотрим теперь вопрос о правомерности применения данных параграфов к опционным операциям, иначе говоря – вопрос о квалификации опционного договора в качестве срочного.

В современной юриспруденции существует большое количество теорий, посвященных вопросу о правовой природе опционного договора¹¹. Многие из них квалифицируют опционную операцию как единый договор: в этом случае несоответствия правовых структур опционного и обыкновенного срочного договора не возникает. Автор, однако, полагает, что большинство существующих в настоящее время опционных операций состоит из двух юридически самостоятельных, но экономически неразрывно связанных договоров – основного опционного договора и договора об исполнении опциона.

Основной опционный договор представляет собой кассовый договор купли-продажи, предметом которого является "право выбора". Договор об исполнении опциона, как правило, является договором купли-продажи определенного количества базисного продукта по заранее установленной цене. Его заключение происходит в результате использования покупателем опциона приобретенного в основополагающем договоре "права выбора", а его содержание было установлено в условиях основного договора. В зависимости от условий поставки базисного продукта договор об исполнении опциона может быть кассовым или срочным. Во втором случае на основании использования покупателем "права выбора" участники опционного контракта заключают обыкновенный срочный договор купли-продажи базисного продукта опциона. На фондовых биржах Германии в настоящее время осуществляются только кассовые опционные операции.

Наряду с этим в современной биржевой практике возникают новые формы опционных операций, которые стремительно приобретают широкое распространение на международных биржах и по своей договорной структуре в результате специфики базисного продукта являются срочными операциями, сохраняя при этом все важнейшие качества опционных. В качестве примера можно назвать кассовые опционные операции с индексами акций. Использование покупателем опциона "права выбора" приводит не к заключению договора об исполнении опциона, то есть договора купли-продажи базисного продукта опциона, а к уплате продавцом опциона разницы между базисной ценой и заключительной котировкой индекса на бирже в день исполнения опциона. В этом случае опционная операция представляет собой единый договор.

С точки зрения экономической роли в системе рыночных отношений опционные и обыкновенные срочные операции имеют целый ряд сходных признаков. В первую очередь это касается условий для осуществления биржевой спекуляции, или, иными словами, возможности квалификации таких операций в качестве "спекулятивных". Использование колебаний курса для извлечения прибыли действительно является одной из целей заключения опционного договора. "Спекулятивный характер", однако, не есть обязательный атрибут только срочной и опционной торговли, он также типичен и для кассовых операций. Решающим моментом при этом является качественная сторона биржевой спекуляции, то есть оценка возможностей ее проведения.

"Спекулятивный характер" как опционным, так и обыкновенным срочным операциям придают следующие обстоятельства:

- возможность заключения договора при отсутствии необходимых для исполнения обязательств денежных или товарных ценностей;
- возможность контролировать (например, через приобретение "права выбора") операцию, общая стоимость которой значительно превышает размер осуществленных капиталовложений;
- возможность получения прибыли без исполнения договора, то есть без осуществления операции купли-продажи базисного продукта договора, лишь в результате использования благоприятной биржевой конъюнктуры в течение срочного или опционного периода (например, при отчуждении "права выбора" на вторичном опционном рынке).

Данные качества не характерны для операций, осуществляемых на кассовом рынке. Это позволяет утверждать, что как опционные, так и обыкновенные срочные операции отличаются от кассовых операций наличием общих, особо благоприятных предпосылок для проведения биржевой спекуляции.

Рассмотрим теперь вопрос, связанный с проблемой оценки инвестиционного риска. Возникновение максимальных убытков у покупателя опциона происходит в случае принятия им решения о неисполнении опционного договора. При этом размер убытков для покупателя опционного контракта ограничен величиной опционной премии, уплаченной за приобретение "права выбора". Для покупателя обыкновенного срочного контракта возможные убытки не могут превышать значения срочного курса, лежащего в основе совершения срочной операции.

Размер возможных убытков для продавца как опционного, так и обыкновенного срочного контракта теоретически неограничен, а максимальная прибыль соответственно равна величине опционной премии или срочного курса. Подобная ситуация имеет место при традиционном опционе, при котором экономический риск для продавца очень высок. Этот факт сближает традиционный опцион с обыкновенной срочной операцией, где единственной возможностью зачесть существующую позицию является своевременное заключение обратной операции. В отличие от этого, современная опционная торговля, построенная на модели Чикагской опционной биржи – СВОЕ (например, на Немецкой срочной бирже), характеризуется наличием вторичного опционного рынка, на котором участник опционного контракта – как продавец, так и покупатель – в любое время может нейтрализовать свою позицию через клиринговую организацию.

Таким образом, развитие новых форм опционной торговли и изменение принципов ее организации за последнюю четверть века привели к тому, что в настоящее время проведение опционных операций заключает в себе определенный риск, не равнозначный "особому экономическому риску" обыкновенной срочной операции, но в то же время имеет значительно большую степень риска, чем кассовые операции.

* * *

Подводя итог анализу места опционных операций в системе биржевой торговли, можно сделать следующий вывод. Опционные операции по характеру исполняемых ими экономических функций рассматриваются в качестве "правопреемников" премиальных операций, которые однозначно квалифицируются как срочные. Вследствие этого, принимая во внимание существование "права выбора" как определяющего фактора опционной операции, но без учета специфики его содержания и качественно различного порядка "условности" договорных отношений, в западной юридической науке

утвердился принцип, в соответствии с которым опционные операции характеризуют как условные срочные операции.

Подобный классификационный подход возник не случайно и имеет в первую очередь экономическую основу. В качестве главного аргумента правомерности квалификации опционного договора как условного срочного приводят тот факт, что опционные операции, так же как премиальные и обыкновенные срочные операции, характеризуются наличием единого признака: отсрочки исполнения во времени. При этом цели участия в опционной и срочной торговле, обусловленные использованием преимуществ биржевой конъюнктуры во временном интервале с момента заключения договора до момента его исполнения, во многом совпадают. Важное место при этом принадлежит возникающим в результате этого возможностям для успешного осуществления биржевой спекуляции.

Стремясь создать всеобъемлющее правовое регулирование биржевой деятельности, биржевое законодательство подавляющего большинства стран мира не содержит определения срочной операции. Это позволяет законодателю подвести под это понятие все многообразие существующих форм биржевых операций, предусматривающих их исполнение в определенный момент в будущем. К этой группе принадлежат и опционные операции, несмотря на существенные отличия от обыкновенных срочных операций и отдельных видов самих опционных операций друг от друга.

Необходимо также учитывать тот факт, что современной биржевой практике известны различные виды опционных операций, которые значительно отличаются друг от друга по своим договорным структурам в результате специфики базисного продукта. Поэтому создание отдельного целостного механизма правового регулирования для каждого вида базисного продукта опционных операций (с учетом возникновения в будущем новых форм) не представляется в настоящее время целесообразным.

Известно, что принятие действующих до сих пор законов о биржах происходило во многих странах в определенных исторических условиях (как правило, в конце XIX или начале XX в.). В то время в юриспруденции не проводили различий между обыкновенными и условными срочными операциями. В результате законы о биржах содержали нормы, регулирующие отдельно только кассовые и срочные операции. Несмотря на проведенную в последние десятилетия ревизию биржевого законодательства, оно до сих пор представляет собой известный компромисс различных подходов к оценке биржевой деятельности, что не могло не отразиться на правовом регулировании опционных операций.

На данном основании западная юридическая и экономическая

науки традиционно придерживаются квалификации опционных операций в качестве условных срочных, независимо от того, представляют они собой единый договор или образуют два юридически самостоятельных договора.

¹ Окончание. Начало см. **Меленкова Н.Б.** Правовое оформление условных срочных операций с ценными бумагами // Московский журнал международного права. — 1993. — № 1. — С.129–138. Анализ дается на основе биржевого законодательства Германии.

² § 50–70 Закона о биржах (Borsengesetz).

³ См., например, **Arnim R.** Die Option im Waren- und Aktienbereich//Die Aktiengesellschaft. — 1983. — S. 67–72; **Beyer-Fehling H., Bock A.** Die deutsche Börsenreform und Kommentar zur Börsengesetznovelle. — Frankfurt a.M., 1975. — S.39; **Canaris C.-W.** Bankvertragsrecht. HGB Groß kommentar. — Berlin, 1981. — 3 Aufl. — Bd. III. — Teil 3. — Rz. 1868; **Samm C.-T.** Börsenrecht. — Stuttgart — Wiesbaden, 1978. — S. 113; **Schlicht H.** Börsenterminhandel in Wertpapieren. — Frankfurt a.M., 1972. — S.57.

⁴ Постановление федерального министра финансов о введении биржевой срочной торговли ценными бумагами от 26 июня 1970 г.//**Bundesgesetzblatt (BCBl)**. I. — S.993; Введение к **"Sonderbedingungen für Optionsgeschäfte"** ("Особые условия совершения опционных операций"); § 1 **"Besondere Bedingungen für Optionsgeschäfte an den deutschen Wertpapierbörsen"** ("Специальные положения об опционных операциях на фондовых биржах Германии"), а также уставы всех фондовых бирж Германии, например Abs. 1 § 23 **"Börsenordnung der Deutschen Terminbörse"**.

⁵ Например, **Hammen H.** Bemerkungen zur Dogmatik des Aktien-optionsgeschäfts//**Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis**. — 1987. — S. 151–155; **Imo C.** Börsentermin- und Börsenoptionsgeschäfte. — Wiesbaden, 1988. — Rz. 254–262; **Kümpel S.** Der Optionskauf beim deutschen börsenmassigen Optionsgeschäft ein unwirksames Kassegeschäft?//**Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht**. — 1985. — S. 73–80; **Walter K.M.** Rechtsnatur des Börsenoptionsgeschäfts. — Frankfurt a.M., 1990. — S. 48–129.

⁶ "Право выбора" есть право покупателя опциона принять решение об исполнении опциона, просрочке исполнения (пассивная форма отказа от исполнения) и о продаже "права выбора" на вторичном опционном рынке.

⁷ Имеется в виду американский опцион как наиболее распространенный на международных фондовых биржах в настоящее время.

⁸ Подобная формулировка содержится еще в постановлении рейхстага о проведении изменений Закона о биржах от 1908 года (**Begründung II. — Reichstag — Aktenstück**. — Nr. 483. — S. 2606) и в последующих решениях Имперского суда и Федерального суда (см. **RGZ (Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen)**. 34. 121; 47. 112; 101. 362).

⁹ Закон о биржах от 22 июня 1896 г. (§ 48) устанавливал следующее определение биржевой срочной операции: "Биржевыми срочными операциями с товарами и ценными бумагами являются договоры купли-продажи или другие подобные соглашения с указанием определенного твердого срока или периода их исполнения, если такие договоры заключены в соответствии с установленными правлением биржи условиями для срочной торговли и если на бирже, где данные договоры были заключены, существует официальная котировка срочных цен". В связи с изменением Закона о биржах от 8 мая 1908 г. (принятие новой

редакции § 50) данное определение было отменено (см. **Reichsgesetzblatt.** — S.157).

¹⁰ См.: **RGZ.47.** 112; 52. 180; **Nussbaum A.** Kommentar zum Börsengesetz für das deutsche Reich. — München, 1910. — IV. Abschn. — Anm. 50.

¹¹ Наиболее известными из них являются: теория предварительного договора, теория предложения, теория условного договора и теория исключительного права.