

DOI: 10.17803/1729-5920.2024.208.3.049-060

А. А. Долганин

Московский государственный университет  
имени М.В.Ломоносова  
г. Москва, Российская Федерация

# Производные финансовые инструменты (деривативы) в практике хеджирования нефинансовых организаций

**Резюме.** Финансово-экономическая ситуация 2022 г. в России резко уменьшила рынок производных финансовых инструментов (деривативов), в том числе заключаемых нефинансовыми организациями (хеджерами) для сокращения коммерческих рисков (хеджирования). При этом волатильность на товарных рынках и односторонние ограничительные меры увеличивают риски субъективно непредвиденных имущественных потерь в связи с исполнением деривативов, поэтому российские нефинансовые организации всё чаще пытаются признать такие договоры недействительными. Однако обычно используемое основание для оспаривания (нарушение требований закона или иного правового акта (ст. 168 ГК РФ)) во многих случаях оказывается нерелевантным, свидетельствуя об искаженном понимании правовой природы производных финансовых инструментов и противоречивом поведении истцов-хеджеров. Их типичные аргументы раскрываются через правовые особенности деривативов: алеаторность, на которой основаны распределение денежных обязанностей сторон и неопределенность величины денежного предоставления, и отсутствие правовых предпосылок для универсальной презумпции асимметрии сторон хеджирующего дериватива. Юридическое значение волатильности в договорной конструкции производного финансового инструмента обосновывается строгой связью между его нормативной алеаторностью и случайной изменчивостью параметров базисного актива, эконометрические характеристики которой при этом не влияют на действие и действительность договора. Автором сформулированы выводы об обусловленности неограниченных имущественных потерь по деривативу не только его алеаторной природой, но и целями хеджирования. Отмечается дискуссионность безусловного применения концепции сильной и слабой стороны в производных финансовых инструментах с участием нефинансовых организаций с учетом различных аспектов договорной и информационной асимметрии.

**Ключевые слова:** производный финансовый инструмент; дериватив; хеджирование; алеаторная сделка; нефинансовая организация; принцип добросовестности; квалифицированный инвестор; слабая сторона договора; риск; недействительность сделки

**Для цитирования:** Долганин А. А. Производные финансовые инструменты (деривативы) в практике хеджирования нефинансовых организаций. *Lex russica*. 2024. Т. 77. № 3. С. 49–60. DOI: 10.17803/1729-5920.2024.208.3.049-060

## Derivative Financial Instruments (Derivatives) in Hedging Practices of Non-Financial Organizations

Alexander A. Dolganin

Lomonosov State University

Moscow, Russian Federation

**Abstract.** The financial and economic situation in Russia in 2022 has sharply reduced the market for derivative financial instruments (derivatives), including the instruments applied by non-financial organizations (hedgers) to reduce commercial risks (hedging). At the same time, volatility in commodity markets and unilateral restrictive measures increase the risks of unforeseen property losses in connection with the execution of derivatives, which is why Russian non-financial organizations are increasingly trying to invalidate such contracts. However, a commonly used ground for contesting in many cases (violation of the requirements of a law or other legal act (Article 168 of the Civil Code of the Russian Federation)) turns out to be irrelevant, indicating a distorted understanding of the legal nature of derivative financial instruments and contradictory behavior of plaintiffs-hedgers. Their typical arguments are explained through the legal features of derivatives: the aleatory nature on which the distribution of monetary obligations of the parties and the uncertainty of the amount of monetary provision are based, and the lack of legal prerequisites for the universal presumption of asymmetry of the parties of the hedging derivative. The legal significance of volatility in the contractual structure of a derivative financial instrument is justified by the strict relationship between its regulatory aleatory nature and the random variability of the parameters of the underlying asset, the econometric characteristics of which do not affect the validity and effect of the contract. The author draws conclusions that unlimited property losses on a derivative are preconditioned not only by its aleatory nature, but also by the hedging objectives. It is noted that unconditional application of the concept of strengths and weaknesses in derivative financial instruments involving non-financial organizations is controversial due to various aspects of contractual and information asymmetry.

**Keywords:** derivative financial instrument; derivative; hedging; aleatory transaction; non-financial organization; principle of good faith; qualified investor; weak side of the contract; risk; invalidity of the transaction

**Cite as:** Dolganin AA. Derivative Financial Instruments (Derivatives) in Hedging Practices of Non-Financial Organizations *Lex russica*. 2024;77(3):49-60. (In Russ.). DOI: 10.17803/1729-5920.2024.208.3.049-060

### Общие вводные положения

Нефинансовые организации<sup>1</sup> могут осуществлять хеджирование, то есть переносить имущественные риски ввиду случайной волатильности (колебания курса валюты, цен на товары, процентной ставки и т.п.) из своей обычной хозяйственной деятельности в финансовый сектор, заключая с профессиональными участниками финансового рынка договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами (ПФИ), или деривативами. Денежное предоставление по хеджирующему обязательству из ПФИ

компенсирует потери по уже существующему или будущему обязательству в рамках хозяйственной деятельности (у покупателей — рост цен на приобретаемые товары, валюту и т.п., у продавцов — падение цен на реализуемые товары, валюту и т.п.) ввиду зеркального отражения базисным активом ПФИ (товаром, валютой и др.) заложенной в основе риска случайности<sup>2</sup>. Возможность хеджирования обеспечивается традиционной конструкцией дериватива как финансовой сделки, которая в российском праве именуется «расчетным» ПФИ и предусматривает моделирование денежных обязательств

<sup>1</sup> Под нефинансовыми организациями в статье понимаются организации, не оказывающие финансовые услуги и не являющиеся финансовыми по смыслу п. 6 ст. 4 Федерального закона от 26.07.2006 № 135-ФЗ «О защите конкуренции» (СЗ РФ. 2006. № 31 (ч. 1). Ст. 3434).

<sup>2</sup> См. традиционное юридическое понимание хеджирования за рубежом (словарное: Black's Law Dictionary. 9th ed. St. Paul, MN : West, 2009. P. 791; или законодательное: например, Commodity Exchange Act § 6a(c)(2) в США), а также российское «налоговое» понятие хеджирования в п. 5 ст. 301 Налогового кодекса РФ (Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 05.08.2000 № 117-ФЗ // СЗ РФ. 2000. № 32. Ст. 3340).

стороны или сторон в зависимости от случайного изменения параметра базисного актива<sup>3</sup>.

Российский рынок ПФИ в 2022 г. обнаружил две противоречивые тенденции, заслуживающие не только экономического и административно-регуляторного, но и частноправового внимания. Резкое сокращение количества заключенных биржевых и внебиржевых деривативов<sup>4</sup> не обусловлено падением интереса нефинансовых организаций к перераспределению рисков как важнейшей цели заключения ПФИ. Однако экстраординарная финансово-экономическая обстановка не только усложняет конструирование новых хеджирующих сделок, но и вполне способна разрушать схемы хеджирования по уже заключенным деривативам, что приводит к значительным имущественным потерям.

Поэтому весьма уместной представляется юридическая рефлексия над использованием внебиржевых<sup>5</sup> расчетных ПФИ российскими нефинансовыми организациями — не умоглядная, а подтверждаемая эмпирически по известным за последние 10 лет спорам, дошедшим до арбитражных судов (дела № А40-168599/2015<sup>6</sup>, А40-3903/17<sup>7</sup>, А40-242450/22<sup>8</sup>, А65-29570/2022<sup>9</sup> и др.). Позиции истцов в этих делах стабильно демонстрируют одни и те же

«болевы точки» договорной практики, подвигающие нефинансовые организации к попыткам оспаривания ПФИ прежде всего по общим основаниям ст. 10 и 168 Гражданского кодекса Российской Федерации. Изложенные далее особенности расчетных ПФИ играют ключевую роль в аргументации нефинансовыми организациями нарушения требований законодательства как основания недействительности ПФИ.

### Правовые особенности ПФИ

#### в контексте нарушения требований закона

##### *Не ограниченная договором и не контролируемая волей сторон волатильность базисного актива расчетного ПФИ*

Волатильность на финансовых и товарных рынках в экономической литературе традиционно понимается в качестве «изменчивости» или измеримой «величины изменения значений временного ряда» (например, цена на углеродном рынке)<sup>10</sup>. В аналогичном значении категория волатильности используется в нормативном контексте международной стандартной финансовой отчетности<sup>11</sup>.

<sup>3</sup> О хеджировании и правовой природе расчетных ПФИ также см. далее в настоящей статье. В нормативно оформившейся в России дуальной классификации расчетных и поставочных ПФИ последние, предполагающие не моделирование денежных обязательств, а передачу реального базисного актива и (или) заключение нового ПФИ, в статье не рассматриваются.

<sup>4</sup> См.: Рост показателей на ключевых рынках и новые товары на бирже: результаты СПБМТСБ в 2022 году // Официальный сайт СПБМТСБ. 13 января 2023 г. URL: [https://spimex.com/press\\_centre/news/31429/](https://spimex.com/press_centre/news/31429/) (дата обращения: 08.11.2023) ; Московская биржа подвела итоги торгов в 2022 году // Официальный сайт Московской биржи. 4 января 2023 г. URL: <https://www.moex.com/n53917/?nt=106> (дата обращения: 08.11.2023) ; Рынок внебиржевых производных финансовых инструментов : доклад Банка России // Официальный сайт Банка России. URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/46341/OTC\\_derivatives\\_market\\_2022.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/46341/OTC_derivatives_market_2022.pdf) (дата обращения: 08.11.2023).

<sup>5</sup> Расчетные ПФИ заключаются и на бирже, однако исследуемая в статье проблематика характерна для внебиржевых сделок.

<sup>6</sup> Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 15.06.2016 № 09АП-19571/2016-ГК по делу № А40-168599/2015 (здесь и далее в статье, если не указано иное, материалы судебной практики приводятся по СПС «КонсультантПлюс»).

<sup>7</sup> Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 30.08.2017 по делу № А40-3903/17.

<sup>8</sup> Решение Арбитражного суда г. Москвы от 03.04.2023 по делу № А40-242450/22-25-1856.

<sup>9</sup> Постановление Одиннадцатого арбитражного апелляционного суда от 29.08.2023 № 11АП-10098/2023, 11АП-10523/2023, 11АП-10522/2023 по делу № А65-29570/2022.

<sup>10</sup> См., например: *Тайлаков В. О.* Анализ стратегий поведения угледобывающих предприятий на углеродном рынке // ГИАБ. 2009. № 12. С. 89 ; *Субботин А. В.* Моделирование волатильности: от условной гетероскедастичности к каскадам на множественных горизонтах // Прикладная эконометрика. 2009. № 3 (15). С. 94.

<sup>11</sup> См.: приложение В к Международному стандарту финансовой отчетности (IFRS) 7 «Финансовые инструменты: раскрытие информации» (введен в действие на территории Российской Федерации прика-

Волатильность является экономико-финансовой категорией, что не мешает регулярному обращению к ней по вполне юридическим причинам: от специфики 1998 г. (в особом мнении Г. А. Гаджиева в знаковом деле Конституционного Суда РФ о проверке конституционности ст. 1062 ГК РФ<sup>12</sup>) до ситуации с курсом рубля в декабре 2014 г. (например, в деле № А40-168599/2015 истец прямо указывал на то, что нерасторжение деривативов «в связи с резким непрогнозируемым ростом курса доллара и евро к рублю в конце 2014 г.» является признаком «несбалансированности заключенных сделок»<sup>13</sup>).

Может ли отдельно взятый факт волатильности (обычной или «экстраординарной» со значительно меньшей предвидимостью) непосредственно влиять на правовую судьбу деривативного обязательства, повлекшего имущественные потери для нефинансовой организации?

Базовой нормой, легализующей в России расчетные ПФИ, является абзац 1 п. 2 ст. 1062 ГК РФ, согласно которому при соблюдении определенных условий подлежат судебной защите и исключаются из-под действия норм об играх и пари требования, связанные с участием в сделках, предусматривающих обязанность стороны или сторон уплачивать денежные суммы в зависимости от *изменения* динамических параметров или наступления иного обстоятельства, которое предусмотрено законом и относительно которого *неизвестно, наступит оно или не наступит*.

Таким образом, в гражданском законодательстве с момента появления п. 2 ст. 1062 ГК РФ в 2007 г. утверждаются необходимые элементы условия о предмете расчетных деривативов как существенного условия (абз. 2 п. 1 ст. 432 ГК РФ), определяющего свойственное

данному договорному типу имущественное предоставление:

1) *изменчивость (волатильность)* параметра базисного актива такой сделки (цены товара и др.) или состояния реальности (наступление или ненаступление события и др.), зависимость от которой предопределяет и величину денежного предоставления, и распределение обязанностей сторон;

2) *случайный (стохастический) характер* такой изменчивости, результаты которой неизвестны сторонам при заключении сделки и не зависят от их воли.

Данные элементы позднее были восприняты и в легальном понятии ПФИ, закрепленном в пп. 23 п. 1 ст. 2 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о рынке ценных бумаг). Определение его расчетной разновидности предусмотрено абзацем 2 пп. 23 п. 1 ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг и, по сути, повторяет формулировку абз. 1 п. 2 ст. 1062 ГК РФ с незначительными дополнениями. На этом же определении в дальнейшем были построены легальные дефиниции базисного актива и отдельных видов ПФИ<sup>14</sup>, ярко проявляющие сущностный характер волатильности при структурировании деривативов. Даже одна из разновидностей своп-договора (так называемые *fixed-for-floating swaps* (абз. 2 п. 5 указания Банка России от 16.02.2015 № 3565-У)), в которой обязанности одной стороны выплачивать фиксированную денежную сумму противостоит обязанности другой стороны выплачивать волатильно плавающую денежную сумму, сохраняет итоговую имущественную неопределенность для *каждой* стороны расчетного свопа. Получающиеся в результате сальдирования двух денежных исполнений доход и убыток сторон случайны не только в экономическом смысле:

зом Минфина России от 28.12.2015 № 217н) // Официальный сайт Минфина России. URL: <http://www.minfin.ru/>. 09.02.2016.

<sup>12</sup> Определение Конституционного Суда РФ от 16.12.2002 № 282-О «О прекращении производства по делу о проверке конституционности статьи 1062 Гражданского кодекса Российской Федерации в связи с жалобой коммерческого акционерного банка «Банк Сосьете Женераль Восток»» // СЗ РФ. 2002. № 52 (ч. 2). Ст. 5291.

<sup>13</sup> См.: постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 15.06.2016 № 09АП-19571/2016-ГК по делу № А40-168599/2015.

<sup>14</sup> Сначала в утратившем силу приказе ФСФР РФ (приказ ФСФР РФ от 04.03.2010 № 10-13/пз-н «Об утверждении Положения о видах производных финансовых инструментов» // Российская газета. № 87. 23.04.2010), в настоящее время — в действующем указании Банка России (указание Банка России от 16.02.2015 № 3565-У «О видах производных финансовых инструментов» // Вестник Банка России. № 28. 31.03.2015).



практически всегда они оформляются результирующим денежным обязательством в отдельном соглашении.

Аналогичным образом значение волатильности для расчетных ПФИ проявляется в стандартной документации производных финансовых инструментов как на международном (разрабатываемой Международной ассоциацией свопов и деривативов, ISDA), так и на национальном уровне (разработанная в соответствии с п. 3 ст. 51.4 Закона о рынке ценных бумаг). Так, Приложение о раскрытии информации по товарным деривативам ISDA (англ. ISDA Disclosure Annex for Commodity Derivative Transactions<sup>15</sup>) не только сходным образом описывает упомянутые fixed-for-floating swaps, но и специально указывает на волатильность товарных цен и индексов, непосредственно влияющих на величину имущественного предоставления по товарными деривативам. Сходные положения, в том числе прямо относящиеся случайную и ничем не ограниченную изменчивость к конструкции существенных условий ПФИ, содержатся, например, в Стандартных условиях срочных товарных сделок НАУФОР (в рамках понятий «плавающая цена», «плавающая сумма» и др., см. п. 1.12–1.13, 3.1, 5.4 и др.)<sup>16</sup>.

Изложенный подход к пониманию изменчивости (волатильности) и ее квалифицирующего значения в расчетных деривативах нашел свое отражение и в недавней российской судебной практике<sup>17</sup>. Этот же подход в связи с деривативами в том или ином виде широко представлен и в зарубежной<sup>18</sup>, и в российской юридической литературе<sup>19</sup>. Показательно, что в данном случае совпадают позиции классической дореволюционной доктрины применительно к прообразам расчетных ПФИ («сделкам

на разность»)<sup>20</sup> и современная позиция Г. Райнера в отношении стохастической «обусловленности» всех существующих в настоящее время деривативов<sup>21</sup>.

Признаваемое правом значение случайной изменчивости в конструкции расчетного ПФИ тем не менее с очевидностью игнорирует какие-либо экономические и эконометрические характеристики и другие аспекты такой волатильности (степень, интенсивность, причины и т.п.), за исключением неотъемлемо присущей ей случайности, т.е. независимости от воли сторон сделки. Поэтому наличие или отсутствие таких обстоятельств само по себе не имеет юридического значения в контексте существования обязательства из расчетного ПФИ.

**Неограниченность возможных  
имущественных потерь  
в результате исполнения  
обязательств из хеджирующих ПФИ**

Структура расчетного ПФИ, основанная на категории волатильности, предопределяет ключевую проблему в практике использования ПФИ нефинансовыми организациями — опосредуемую договорным обязательством открытость последних к неопределенному риску имущественных потерь. В связи с этим, например, в деле № А40-242450/22 истец заявлял о необходимости «определения пороговых значений» волатильности в заключенных расчетных товарных свопах для лимитирования возможной величины денежной обязанности<sup>22</sup>.

Рассматривать эту проблему целесообразно с учетом двух аспектов: 1) критического значения волатильности при определении правовой природы заключенных нефинансовой организацией расчетных деривативов; 2) хеджирующего характера таких ПФИ.

<sup>15</sup> Disclosure Annex for Commodity Derivative Transactions // Deutsche Bank. URL: <https://www.db.com/files/documents/dodd-frank/ISDA0321-Commodities-Annex.pdf> (дата обращения: 07.11.2023).

<sup>16</sup> Стандартные условия срочных товарных сделок НАУФОР // Официальный сайт НАУФОР. URL: <https://naufor.ru/risda/files/StandardTermsOfCommodityTransactions2012.pdf> (дата обращения: 07.11.2023).

<sup>17</sup> См. отсылки к волатильности и сущности таких контрактов в актах по делу № А40-201160/2020, например: постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 23.12.2021 № 09АП-72184/2021.

<sup>18</sup> См., например: *Cohen Saul S. The Challenge of Derivatives* // *Fordham L. Rev.* 1995. Vol. 63. P. 2000 ; *Райнер Г. Деривативы и право*. М., 2005. С. 12–24.

<sup>19</sup> См.: *Селивановский А. С. Правовое регулирование рынка производных финансовых инструментов* : учебник. М., 2022. С. 30–32.

<sup>20</sup> См.: *Федоров А. Ф. Торговое право*. Одесса, 1911. С. 662 ; *Цитович П. П. Учебник торгового права*. Киев, 1891. С. 241.

<sup>21</sup> *Райнер Г. Указ. соч.* С. 19–22, 37.

<sup>22</sup> Решение Арбитражного суда г. Москвы от 03.04.2023 по делу № А40-242450/22-25-1856.

«Производность» всякого расчетного дериватива, как уже было показано ранее, заключается в математической функциональной зависимости между величиной денежной обязанности стороны сделки и волатильностью случайного параметра базисного актива. Таким образом, в своем нормальном состоянии конструкция расчетного ПФИ предполагает такие имущественные потери (равно как и выгоды) стороны в связи с его исполнением, которые независимо от воли сторон произвольно следуют за параметрами базисного актива.

Следует отметить, что российское законодательство не содержит каких-либо правил о специальных условиях расчетных ПФИ, которые бы разрывали связь между параметром базисного актива и денежными предоставлениями сторон, ограничивая их какой-то предельной твердой денежной суммой или иным образом. Аналогичная позиция о том, что неограниченность возможных имущественных потерь (как и выгод) стороны расчетного дериватива является общим правилом, достаточно явно представлена в зарубежной<sup>23</sup> и российской<sup>24</sup> правовой доктрине и в целом не оспаривается. При этом правомерность и обычный характер неограниченных имущественных потерь неоднократно подтверждалась судами и в российской<sup>25</sup>, и в зарубежной практике<sup>26</sup> по спорам, связанным с расчетными деривативами.

Одно из традиционных определений алеаторного договора предполагает детерминацию имущественных последствий такого договора (величины имущественного предоставления и самого распределения между сторонами соответствующих прав и обязанностей) неизвестным событием<sup>27</sup>. Расчетные ПФИ являются достаточно ярким примером подобной алеаторности в российской правовой системе<sup>28</sup>: перераспределение риска — неотъемлемый элемент их каузы, а расчет на возможность случайной имущественной выгоды, равно как и осознанное допущение случайной имуще-

ственной потери, — часть волеизъявления сторон, обязательная «рисковая» составляющая соглашения.

В связи с этим, как представляется, весьма привлекательные для нефинансовой организации (особенно постфактум, уже после образования долга) попытки ограничения имущественных потерь в условиях расчетного дериватива не просто приближают такую алеаторную сделку к обычному «меновому» (коммутативному) договору, по которому сторонам уже в момент заключения известны все характеристики их обязанностей. Важнее, что утрата риска и заведомое недостижение каузы строго алеаторного (с точки зрения императивных норм российского законодательства) ПФИ могут поставить его на грань действительности с точки зрения ст. 168 ГК РФ. Если же ограничение имущественных потерь распространяется только на одну сторону расчетного ПФИ, эта асимметрия неопределенности не только рискует противоречить нормам законодательства, которые предусматривают лишь один вид асимметричного расчетного дериватива (опционный договор в п. 2 указания Банка России от 16.02.2015 № 3565-У), но и может свидетельствовать о несправедливости подобного ограничительного условия по смыслу п. 10 постановления Пленума ВАС РФ от 14.03.2014 № 16 «О свободе договора и ее пределах». Ограничение потерь не сопровождается для такой стороны ограничением ее возможных выгод, что создает для нее существенные преимущества и явно нарушает баланс интересов сторон.

Если же допустить симметричное ограничение имущественных потерь, несмотря на его уже отмеченную экстраординарность для таких сделок и риски утраты каузы, подобное условие представляется бессмысленным при хеджировании. Хеджирование, как уже отмечалось, является вспомогательной экономической деятельностью лица (хеджера) по систем-

<sup>23</sup> Райнер Г. Указ. соч. С. 29–31.

<sup>24</sup> Селивановский А. С. Правовое регулирование рынка производных финансовых инструментов. С. 18, 21, 32.

<sup>25</sup> Например, постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 30.08.2017 по делу № А40-3903/17.

<sup>26</sup> Например: Procter & Gamble Co. v. Bankers Trust Co., 925 F. Supp. 1270 (S. D. Ohio 1996).

<sup>27</sup> См., например, о французском подходе к пониманию алеаторности: Серебровский В. И. Избранные труды по наследственному и страховому праву. М., 2003. С. 440.

<sup>28</sup> О дискуссии по вопросу алеаторности опционного договора см.: Быстров А. Я. Алеаторная природа сделок на разницу // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. 2022. № 9.

ному заключению производных финансовых инструментов (хеджа) в целях сокращения коммерческих рисков в рамках обычной хозяйственной деятельности хеджера<sup>29</sup>. Полученное денежное предоставление по хеджирующему ПФИ позволяет, например, хеджеру-поставщику компенсировать недополученную прибыль по договорам поставки из-за падения цены на товар.

Хеджер находится в состоянии неопределенности и неограниченного риска, которые он осознает и прогнозирует в рамках своей хозяйственной деятельности (например, падение рыночной цены на реализуемые товары). Поэтому сущность хеджирования заключается в восполнении потенциально неограниченных имущественных потерь, чего можно достичь исключительно неограниченной возможной выгодой по расчетному деривативу в виде денежных сумм, выплачиваемых другой стороной. Симметричное же ограничение имущественных потерь по расчетному деривативу лишает хеджера возможной неограниченной выгоды, оставляет его в имущественной неопределенности и делает полноценное хеджирование невозможным.

При этом хеджирующая цель заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, не означает, что одна из сторон такого договора (как правило, спекулянт-инвестор) принимает на себя от другой стороны (хеджера) риски заключения и исполнения хеджируемых договоров в рамках обычной хозяйственной деятельности хеджера (например, риски поиска и переговоров с контрагентами — покупателями товаров, согласование условия о цене и других условий договора поставки, риски неисполнения и др.). Спекулянт разделяет с хеджером риск неограниченной волатильности базисного актива, но риски по платежным потокам хеджируемых договоров на рынке реального товара остаются у хеджера и не могут асимметрично ограничивать его потери по производному финансовому инструменту, равно как и влиять на

действие или действительность обязательств из ПФИ.

Таким образом, отсутствие в хеджирующем расчетном деривативе условий об ограничении возможных имущественных потерь (через лимитацию волатильности или другим способом) является разумным и предсказуемым способом конструирования таких договоров. В свою очередь, позиции хеджеров — нефинансовых организаций, сначала принципиально соглашающихся с условиями дериватива в надежде на благоприятную динамику волатильности и неограниченную имущественную выгоду, а затем заявляющих об их неправомерности, могут являться примером противоречивого поведения и вынуждают другую сторону (ответчика) ссылаться на эстоппель (п. 5 ст. 166 ГК РФ)<sup>30</sup>.

**Алеаторность и асимметрия:  
«сила» и «слабость» сторон  
хеджирующего расчетного ПФИ**

При оспаривании расчетных ПФИ по основанию, предусмотренному статьей 168 ГК РФ, уже рассмотренные отсылки к волатильности и неограниченности риска в позиции истцов представлены, как правило, для подтверждения недобросовестности финансовой организации, допустившей наличие или отсутствие соответствующих договорных условий в нарушение ст. 10 ГК РФ. При этом аргументация нефинансовой организации в отношении недобросовестности другой стороны расчетного ПФИ так или иначе связывается с условными категориями «сильная» и «слабая» сторона договора, не всегда текстуально поименованными таким образом, но по смыслу всегда присутствующими в виде утверждений о разнице в профессионализме сторон<sup>31</sup>.

Следует отметить, что в российском законодательстве и стандартной документации НАУФОР не используются понятия «слабая» и «сильная» сторона договора. В научной литературе «силу» и «слабость» сторон обычно связывают с диспропорциями их возможностей при заключении ПФИ в части профессионализма,

<sup>29</sup> См. подробнее: Долганин А. А. Правовое регулирование хеджирования : дис. ... канд. юрид. наук. М., 2018. С. 10–50.

<sup>30</sup> См., например, отмеченное судами противоречивое поведение истца: постановление Одиннадцатого арбитражного апелляционного суда от 29.08.2023 № 11АП-10098/2023, 11АП-10523/2023, 11АП-10522/2023 по делу № А65-29570/2022.

<sup>31</sup> См., например, в актах по делу № А40-168599/2015 (спор между ООО «Платинум Недвижимость» и ОАО «Банк Москвы»), делу № А40-3903/17 (спор между ПАО «Транснефть» и ПАО «Сбербанк»), делу № А65-29570/2022 (спор между ООО «Трансойл» и ПАО «Сбербанк»).

навыков, понимания, знаний и т.п. и с соответствующим правовым положением<sup>32</sup>.

Однако общий смысл появления базовой нормы п. 2 ст. 1062 ГК РФ раскрывается в том числе в установлении субъектного ценза, принципиальной задачей которого является уменьшение разрыва между фактическим положением и формальным юридическим равенством сторон внебиржевого расчетного ПФИ. Требования к субъектному составу закреплены посредством:

1) общего правила, исключающего из субъектного состава физических лиц под угрозой утраты права на судебную защиту (абз. 2 п. 2 ст. 1062 ГК РФ);

2) специальных оговорок, допускающих участие граждан лишь в некоторых случаях и с серьезными ограничениями (п. 5.1–5.5 ст. 51.4 Закона о рынке ценных бумаг).

Предусмотренное законом обязательное участие во внебиржевом расчетном деривативе банка или профессионального участника рынка ценных бумаг свидетельствует о желании законодателя включить в отношение лицензируемую и поднадзорную организацию, но не о противопоставлении «сильной» и «слабой» стороны. Тем более очевидно, что сторонами внебиржевого расчетного дериватива могут быть только банки или, например, банки и юридические лица — квалифицированные инвесторы по смыслу ст. 51.2 Закона о рынке ценных бумаг. Показательно, что аналогичные цензы отсутствуют для других финансовых договоров (кредитных, страховых, лизинговых), которые в российском правоприменении служат поименованными ориентирами в определении «профессиональной диспропорции»<sup>33</sup>.

Таким образом, российское законодательство, по существу, не противопоставляет стороны внебиржевого расчетного дериватива и заведомо не превращает его в аналог потребительского договора между предпринимателями. Исключением являются лишь специальные оговорки, связанные с физическими лицами

(пп. 2 п. 5.2 ст. 51.4 Закона о рынке ценных бумаг), и частный случай заключения деривативов неквалифицированными инвесторами при помощи брокеров (п. 2.4 ст. 3 Закона о рынке ценных бумаг). При этом граждане как потребители в отношениях с предпринимателями, хотя бы и в отсутствие легальных терминов «сильная» и «слабая» сторона, ввиду типичного с точки зрения публичного интереса неравенства все и безусловным образом наделены законодательством множеством специальных прав (например, правом на информацию в соответствии со ст. 9 Закона РФ от 07.02.1992 № 2300-1 «О защите прав потребителей»). Какие-либо хотя бы приблизительно сопоставимые нормы, характеризующие сходное неравенство юридических лиц в качестве общего правила, отсутствуют в российском правовом регулировании рынка ПФИ.

Так, известное законодательству понятие квалифицированного инвестора (ст. 51.2 Закона о рынке ценных бумаг) нельзя считать аналогом «сильной» стороны и доказательством презумпции «негоризонтальных» отношений в производных финансовых инструментах в связи с тем, что:

1) статус квалифицированного инвестора во внебиржевых деривативах не обременяет его массивом специальных обязанностей<sup>34</sup> и не наделяет корреспондирующими правами неквалифицированного инвестора (за исключением уже упомянутых норм о физических лицах и норм о брокерах);

2) основания приобретения статуса квалифицированного инвестора для юридических лиц являются количественными, а не качественными и не демонстрируют действительную разницу в профессионализме, знаниях и т.п. (размер собственного капитала, заключение деривативов в определенном количестве и объеме, размер выручки, размер активов согласно п. 5 ст. 51.2 Закона о рынке ценных бумаг).

Все эти основания, каждого из которых достаточно для приобретения статуса, лишь

<sup>32</sup> См.: Селивановский А. С. Внебиржевые деривативы и добросовестность участников рынка: обзор накопившихся проблем // Закон. 2021. № 10.

<sup>33</sup> См. применительно к правилу толкования *contra proferentem*: п. 45 постановления Пленума Верховного Суда РФ от 25.12.2018 № 49 «О некоторых вопросах применения общих положений Гражданского кодекса Российской Федерации о заключении и толковании договора» // Российская газета. № 4. 11.01.2019.

<sup>34</sup> На отсутствие специальных информационных обязанностей указывал и Банк России, его позиция приводится в постановлении Девятого арбитражного апелляционного суда от 30.08.2017 по делу № А40-3903/17.



косвенно и отдаленно могут указывать на реальную «силу» профессионализма стороны в отмеченном ранее доктринальном понимании. А в случае, предусмотренном подпунктом 10.3 п. 2 ст. 51.2 Закона о рынке ценных бумаг, размера выручки или чистых активов и вовсе будет достаточно для автоматического присвоения статуса квалифицированного инвестора, и многие российские нефинансовые организации, заключающие ПФИ, этим критериям соответствуют, будучи субъектами крупного бизнеса. В свою очередь, наличие стандартной документации о раскрытии информации (Стандарт НАУФОР об информировании клиентов о рисках<sup>35</sup> и т.п.) само по себе не свидетельствует о постоянной «слабости» одной из сторон, будучи прямым следствием алеаторности сделок и средством обеспечения добросовестности всех участников отношений (аналогичную роль в отношениях между предпринимателями могут играть и, например, кодексы добросовестных практик в ритейле, маркетинге и т.п.).

Единственным бесспорно значимым для правоприменения упоминанием категории «слабая сторона договора» применительно к коммерческим юридическим лицам следует считать разъяснения постановления Пленума ВАС РФ от 14.03.2014 № 16. Системное толкование его положений (п. 2–3, 5, 9) позволяет сделать вывод о том, что под «слабой» стороной ВАС РФ понимал такого контрагента: 1) которому в конкретном случае при заключении договора были предложены обременительные условия в составе проекта договора; 2) который был намеренно поставлен в неравную переговорную позицию, затрудняющую согласование иного содержания отдельных условий. Разъяснения ВАС РФ, во-первых, подчеркивают возможность применения категории «слабая сторона» только для конкретной ситуации и не называют ее общим правилом для каких-то видов договоров или сфер экономики, а во-вторых, прямо привязывают наличие «слабой» стороны к факту недобросовестного поведения другого лица (абз. 3 п. 9 постановления Пленума ВАС РФ от 14.03.2014 № 16). Очевидно, что данный подход к пониманию «слабой» стороны

исключает абстрактную применимость этой категории к любым ПФИ по умолчанию — даже в том случае, если одной из сторон дериватива является нефинансовая организация.

В связи с вышесказанным представляется необоснованным произвольное распространение ранее упомянутой вариации научного понятия «сильная» и «слабая» сторона договора на субъектный состав внебиржевых деривативов в качестве общего правила. Упрощенный вариант этого понятия (слабая сторона — лицо, которое не имеет соответствующего опыта заключения таких договоров<sup>36</sup>) позволяет нам абстрактно применять его практически к любым договорным типам, заключаемым между предпринимателями (почему тогда не являются по умолчанию «слабой» стороной впервые заключающие договор лизингополучатель по договору лизинга или грузоотправитель по договору перевозки?), что явно не будет способствовать стабильности гражданского оборота. Развернутый же вариант определения (через «договорную, информационную и процессуальную диспропорцию»<sup>37</sup>) также вызывает дискуссии.

Так, в «договорной диспропорции» А. С. Селивановский отмечает три элемента:

1) разработка используемой сторонами стандартной документации НАУФОР в целях приоритетной защиты интересов финансовых организаций;

2) возможность финансовых организаций вносить изменения в примерные условия внебиржевых деривативов;

3) сложность договорной терминологии и формулировок условий для стороны, не являющейся финансовой организацией<sup>38</sup>.

Полагаю, что каждый элемент не может быть общим правилом:

1. Разработка примерных условий не самой стороной, а саморегулируемой организацией (СРО, в данном случае — НАУФОР) не предполагает защиту интересов стороны (члена НАУФОР) в ущерб интересам его контрагента, а призвана, напротив, упростить формализацию отношений и балансировать интересы сторон с учетом прямого запрета на осуществление деятельности членом СРО в ущерб другому пред-

<sup>35</sup> Стандарты профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (утв. решением Совета директоров НАУФОР 18 февраля 2015 г.) // Официальный сайт НАУФОР. URL: <http://naufor.ru/getfile.asp?id=13642&hk=20200427> (дата обращения: 11.08.2023).

<sup>36</sup> Селивановский А. С. Внебиржевые деривативы и добросовестность участников рынка.

<sup>37</sup> Селивановский А. С. Внебиржевые деривативы и добросовестность участников рынка.

<sup>38</sup> Селивановский А. С. Внебиржевые деривативы и добросовестность участников рынка.

принимателю (ч. 7 ст. 4 Федерального закона от 01.12.2007 № 315-ФЗ «О саморегулируемых организациях»).

2. Возможность финансовых организаций вносить изменения в примерные условия обеспечивает в том числе адаптацию договора под экономические цели другой стороны (например, под цели хеджирования) и должна рассматриваться в рамках общей презумпции добросовестности (п. 5 ст. 10 ГК РФ).

3. Условие о предмете внебиржевых деривативов, определяющее их алеаторность и потому, как правило, вызывающее недовольство нефинансовой организации, которая понесла имущественные потери, не является по умолчанию недоступной для понимания конструкцией хотя бы постольку, поскольку предмет основных видов ПФИ определен императивными и довольно лаконичными нормами. В целом документация ПФИ (генерального соглашения и отдельных договоров) действительно изобилует специальными условиями на основе финансовой терминологии (в том числе относительно порядка уплаты маржевых сумм и т.п.), однако нефинансовые организации, оспаривающие ПФИ, могут некорректно встраивать эту специфику в обоснование своих требований. Используемый в итоге ряд из трех утверждений: а) сложность договорной работы (или неравенство в ее понимании), б) недобросовестность финансовой организации, в) понесенные нефинансовой организацией имущественные потери — оказывается бессвязным и алогичным. Потери иногда проистекают не из непонимания конкретных формулировок как следствия недобросовестности другой стороны (например, конкретных неясных договорных условий, предложенных банком), а из экономического существа распределения риска, выраженного в предмете ПФИ и сводимого к достаточно простой и краткой схеме. Поэтому заявляемое нарушение прав становится не следствием реализованной договорной диспропорции, а ex post несогласием с деривативной алеаторностью как таковой. Показательно, что нефинансовые организации не заявляют о том, что они не понимали и порядок формирования своей имущественной выгоды по деривативу, а ведь для расчетных ПФИ договорная

схема выгод и потерь в целом идентична и требует одинакового уровня профессионализма для понимания.

«Информационная диспропорция», обозначаемая в качестве «не слишком хорошего понимания содержания и подробностей принимаемых на себя обязательств по производному финансовому инструменту»<sup>39</sup>, в определенной степени дублирует смысл третьего элемента «договорной диспропорции». Более того, если одна из сторон действительно не осознавала содержание принятых на себя обязательств, среди которых, возможно, будет и существенное условие о предмете, то само существование обязательства может быть под угрозой в связи с незаключенностью договора или его недействительностью вследствие порока воли, что делает бессмысленными заявления о «силе» или «слабости» сторон в контексте ст. 168 ГК РФ.

В случае же заключения производных финансовых инструментов в целях хеджирования «информационная диспропорция» может изменяться реверсивно. Хеджирование, как правило, предполагает заключение дериватива в отношении базисного актива, составляющего основу хозяйственной деятельности хеджера (например, полезное ископаемое для добывающей компании). Поскольку именно хеджер осуществляет предпринимательскую деятельность на рынке этого базисного актива в течение длительного времени, то именно он, а не финансовая организация должен обладать профессиональными знаниями, характеризующими алеаторность дериватива, в том числе о состоянии и конъюнктуре рынка, особенностях исторической и ожидаемой волатильности базисного актива, факторах, влияющих на волатильность, и т.д. Именно от этих знаний зависит предпринимательская деятельность хеджера.

Более того, действующие в России нормы о хеджировании (п. 5 ст. 301 НК РФ), равно как и достаточно многочисленная практика их применения в рамках налоговых споров<sup>40</sup>, позволяют сделать вывод о том, что хеджирование — это прежде всего профессиональная экономическая деятельность самого хеджера, охватываемая его компетенцией, предпринимательским риском и соответствующими обязанностями

<sup>39</sup> Селивановский А. С. Внебиржевые деривативы и добросовестность участников рынка.

<sup>40</sup> См., например: постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 23.12.2021 № 09АП-72184/2021 по делу № А40-201160/2020.

руководителя хеджера — юридического лица<sup>41</sup>. Поэтому ФНС РФ и арбитражные суды при квалификации сделок в качестве хеджирующих оценивают действия именно хеджера, а не другой стороны. Все эти обстоятельства явно способны менять информационную расстановку сил во многих хеджирующих внебиржевых деривативах, если презюмировать разумное и осмотрительное поведение хеджера.

Третий вид диспропорции, «процессуальная», сводится к недостаточности ресурсов (материальных, информационных и т.п.) одной из сторон для полноценного участия в третейских разбирательствах, что может быть справедливо для физического лица (допускаемого к заключению внебиржевых деривативов в рамках строгих исключений), но выглядит весьма странно применительно к договорам между коммерческими организациями. В таком случае во всяком договоре с третейской оговоркой нужно пытаться обнаруживать «слабую» сторону, что не имеет под собой никаких разумных оснований.

Таким образом, понятия «сильная» и «слабая» сторона договора, на мой взгляд, не могут рассматриваться в качестве общего правила для субъектного состава ПФИ в своих известных научных интерпретациях. И в том и в другом случае принципиальное значение имеют: 1) казуальность оценки обстоятельств и поведения сторон в каждом конкретном случае, которая не может сводиться к опровержению презумпции наличия «сильной» и «слабой» стороны; 2) связь результатов такой оценки с принципом добросовестности и его нормативными аспектами (обязанность действовать добросовестно и запретом извлекать преимущества из недобросовестного поведения (п. 3–4 ст. 1 ГК РФ), взаимное содействие и ликвидация информационной асимметрии (п. 3 ст. 307 ГК РФ), презумпция добросовестности (п. 5 ст. 10 ГК РФ)).

## Заключение

Нефинансовые организации — участники дел по оспариванию расчетных ПФИ до сих пор ориентируются на два ключевых и противоположных

по результатам спора (в пользу нефинансовой организации — дело № А40-168599/2015, в пользу банка — дело № А40-3903/17), что само по себе не способствует стабильному и корректному восприятию хеджерами экономической и правовой природы ПФИ.

Представляется, что специфика правоприменения не должна использоваться нефинансовыми организациями для произвольных и необоснованных попыток оспаривания деривативов. Разумеется, если заключение расчетного внебиржевого ПФИ было связано с недобросовестным поведением одной из сторон, он может быть признан недействительным по ст. 168 ГК РФ, однако основание такого требования следует тщательно «очищать» от фантомных нарушений правовых норм — проявлений юридической сущности ПФИ<sup>42</sup>.

Попытки обнаружить юридические эффекты экстраординарной волатильности (в связи с кризисными экономическими явлениями и т.п.) не учитывают то, что независимая от воли сторон волатильность (или случайное событие) является необходимым элементом существенного условия о предмете всякого расчетного ПФИ, а интенсивность и другие ее характеристики охватываются волей сторон при согласовании условия и не имеют юридического значения в контексте как действия, так и действительности обязательства. Субъективная чрезмерность имущественных потерь одной из сторон связана с нормальной для расчетных деривативов открытостью сторон к неопределенному риску, ограничение которого может ставить под угрозу алеаторную природу таких сделок и разрушать схему хеджирования. В свою очередь, презумпция «слабости» нефинансовой организации в расчетных ПФИ не имеет явных нормативных оснований и выглядит избыточной при возможности казуально обнаруживать недобросовестное поведение общими гражданско-правовыми средствами. Обеспечение публичного интереса в сфере ПФИ предполагает стимулирование хеджирования нефинансовых организаций, но не умножение без необходимости «потребительства» в предпринимательстве.

<sup>41</sup> Проявлением необходимого стандарта разумности и осмотрительности является принятие хеджером специального внутреннего документа — политики хеджирования или ее аналогов. См. подробнее: Долганин А. А. Указ. соч. С. 65–66.

<sup>42</sup> Новая волна подобных споров в 2022 г. пока подтверждает данный вывод: суды осторожно оценивают аргументацию хеджеров и отказывают им в удовлетворении требований (см., например, акты по делам № А40-242450/22, № А65-29570/2022).

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Быстров А. Я. Алеаторная природа сделок на разницу // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. 2022. № 9. С. 86–121.
- Долганин А. А. Правовое регулирование хеджирования : дис. ... канд. юрид. наук. М., 2018. 180 с.
- Райнер Г. Деривативы и право. М., 2005. 496 с.
- Селивановский А. С. Внебиржевые деривативы и добросовестность участников рынка: обзор накопившихся проблем // Закон. 2021. № 10. С. 51–81.
- Селивановский А. С. Правовое регулирование рынка производных финансовых инструментов : учебник. М., 2022. 375 с.
- Серебровский В. И. Избранные труды по наследственному и страховому праву. М., 2003. 558 с.
- Субботин А. В. Моделирование волатильности: от условной гетероскедастичности к каскадам на множественных горизонтах // Прикладная эконометрика. 2009. № 3 (15). С. 94–138.
- Тайлаков В. О. Анализ стратегий поведения угледобывающих предприятий на углеродном рынке // ГИАБ. 2009. № 12. С. 88–93.
- Федоров А. Ф. Торговое право. Одесса, 1911. 908 с.
- Цитович П. П. Учебник торгового права. Киев, 1891. 300 с.

## REFERENCES

- Bystrov AYa. The aleatoric nature of transactions for difference. *Bulletin of Economic Justice of the Russian Federation*. 2022;9:86-121. (In Russ.).
- Dolganin AA. Legal regulation of hedging. Cand. Sci. (Law) Diss. Moscow; 2018. (In Russ.).
- Fedorov AF. Commercial law. Odessa; 1911. (In Russ.).
- Rainer G. Derivatives and law. Moscow; 2005. (In Russ.).
- Selivanovskiy AS. Legal regulation of the derivatives market. Moscow; 2022. (In Russ.).
- Selivanovskiy AS. OTC derivatives and the integrity of market participants: an overview of accumulated problems. *Zakon*. 2021;10:51-81. (In Russ.).
- Serebrovsky VI. Selected works on inheritance and insurance law. Moscow; 2003. (In Russ.).
- Subbotin AV. Volatility modeling: from conditional heteroscedasticity to cascades on multiple horizons. *Applied Econometrics*. 2009;3(15):94-138. (In Russ.).
- Tailakov VO. Analysis of strategies of behavior of coal mining enterprises in the carbon market. *Mining Informational and Analytical Bulletin*. 2009;12:88-93. (In Russ.).
- Tstovich PP. Textbook of commercial law. Kiev; 1891. (In Russ.).

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

**Долганин Александр Александрович**, кандидат юридических наук, доцент кафедры коммерческого права и основ правоведения Юридического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова  
д. 1, Ленинские горы, г. Москва 119991, Российская Федерация  
a\_dolganin@law.msu.ru

## INFORMATION ABOUT THE AUTHOR

**Alexander A. Dolganin**, Cand. Sci. (Law), Associate Professor, Department of Commercial Law and Fundamentals of Jurisprudence, Faculty of Law, Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russian Federation  
a\_dolganin@law.msu.ru

Материал поступил в редакцию 15 ноября 2023 г.  
Статья получена после рецензирования 16 ноября 2023 г.  
Принята к печати 12 февраля 2024 г.

Received 15.11.2023.  
Revised 16.11.2023.  
Accepted 12.02.2024.