

## ВАЛЮТНЫЕ ДЕРИВАТИВЫ: СЛОЖНОСТИ ДЕФИНИЦИЙ

*Развитие срочного рынка возможно только при наличии соответствующей нормативно-правовой базы, регламентирующей порядок обращения биржевых и внебиржевых производных финансовых инструментов. Однако для принятия новых и систематизации имеющихся законодательных и нормативных документов прежде всего необходимо определить понятийный аппарат.*

*Сложности дефиниций, существующие как в отечественной, так и в зарубежной практике делают затруднительной разработку нормативно-правовой базы, что препятствует развитию белорусского срочного рынка.*

*Для решения этой проблемы необходимо произвести критический анализ существующих подходов к происхождению термина "дериватив".*

### **Введение**

Проблема терминологии является важной как для теоретиков, так и для практиков любого рынка, поскольку экономические отношения осуществляются в определенном гражданско-правовом поле. Закрепление на законодательном уровне любого правового института обязывает участников рынка использовать установленную терминологию в своей деятельности.

### **Основная часть**

В определении деривативов (от англ. *derivatives* – производный, вторичный, несамостоятельный) в международной практике прослеживаются две тенденции: расширенное толкование и укороченный вариант [1].

Инвестиционный банк JP Morgan, который являлся одним из основателей современного рынка деривативов, в своем глоссарии 2001 г. приводит такое определение: “дериватив – это инструмент, цена которого меняется в зависимости от изменения базового актива”. То есть чтобы отнести финансовый инструмент к деривативам, в его основе должен лежать какой-либо актив рынка спот, от которого дериватив и будет производным.

Если посмотреть более ранние источники, например “Британский справочник рынков деривативов” (1991), то там деривативами названы только фьючерсы и опционы.

В законодательных и нормативных актах органов регулирования и контроля также можно встретить различные дефиниции термина “деривативы”. В укороченном варианте известный и авторитетный западный европейский регулятор в лице британской FSA (Financial Services Authority) приводит такое определение: “деривативы – это контракты на разницу: фьючерсы и опционы” [2].

Расширенное толкование термина дается в Европейских Директивах “О рынках финансовых инструментов” 1993 и 2004 г. Если в Европейской Директиве 1993 г. в перечне финансовых инструментов, которые принято относить к деривативам, выделялось только 4 вида (фьючерсы, соглашения о будущей процентной ставке, свопы и опционы), то в Директиве 2004 г. появилась классификация из 10 видов финансовых инструментов, 7 из которых можно прямо или косвенно отнести к деривативам [1]. Кроме того, используемая в последней Директиве формулировка “а также любые другие деривативы” максимально расширяет поле для толкования, не определяя предмет.

В российской экономической науке нет однозначного толкования как общих категорий срочного рынка, так и его инструментов. Известны следующие наиболее употребляемые термины: “дериватив”, “срочный контракт”, “производный финансовый инструмент”, “производная ценная бумага”. Чаще всего данные понятия используются специалистами как синонимы, однако каждый из них несет различную смысловую нагрузку.

В настоящее время существует 4 основных подхода к определению термина “дериватив”.

Первый подход основан на способности деривативов быть использованными в качестве инструмента управления рисками. Д.М. Михайлов рассматривает дериватив как финансовый инструмент или операцию, позволяющую снизить риски или трансформировать их. То есть в качестве основного определяющего признака выбрана возможность данного инструмента каким-либо образом воздействовать на риски [3]. Однако в категорию финансовых операций, снижающих риски, в том числе входят и операции страхования, которые не могут быть отнесены к срочному рынку.

Второй подход основан на отождествлении деривативов с инструментами срочного рынка. В рамках данного подхода под деривативом понимается финансовый контракт между двумя или более сторонами, который основывается на будущей стоимости базового актива. Следовательно, основным фактором характеристики инструмента как дериватива становится срок, на который определяется будущая стоимость, а главенствующим признаком – срочность контракта. По мнению А.Н. Буренина, срочный контракт – это соглашение контрагентов о будущей поставке базового актива, а по утверждению Т.Ю. Сафоновой, – сделка, исполнение которой осуществляется сторонами не ранее третьего рабочего дня после дня ее заключения [3]. Данные определения похожи, однако введение четких временных рамок несколько ограничивает область исследования, поскольку технически возможно заключать срочные сделки и сделки на небольшие сро-

ки (до 3 дней); кроме того, кассовая сделка не всегда будет исполнена в течение 3 ближайших дней.

Д. Ю. Пискулов считает, что деривативы обладают признаками срочных сделок, так как у них есть продолжительность во времени между датой заключения (покупкой, продажей) и исполнением. Однако такое же свойство есть и у сделок РЕПО, представляющих собой покупку (продажу) ценных бумаг с обязательством их обратного выкупа [2]. В международном учете сделки РЕПО трактуются как аналог депозитно-кредитной операции.

Существуют деривативы, которые довольно затруднительно однозначно трактовать как срочные сделки. Например, кредитный своп (CDS) представляет собой дериватив, по сути аналогичный страховому контракту: заключив сделку CDS, одна из сторон фактически покупает страховку (защиту) от дефолта какого-либо заемщика по своим обязательствам. С экономической точки зрения кредитный риск передается третьему лицу, не передавая ему самого актива (т.е. кредита) и продолжая пользоваться экономической выгодой от актива (т.е. процентами). Правомерно ли относить дериватив с чертами страхового контракта, в котором рискованный случай (дефолт) имеет вероятностную природу, то есть может реализоваться, а может и нет, к категории срочных сделок? Является ли тогда обычный страховой контракт срочной сделкой? По мнению Д. Ю. Пискулова, ответ на этот вопрос должен быть отрицательным. Сделка страхования оформлена в другом юридическом виде. Она похожа на опцион, но там покупатель сам решает, реализовать его или нет, а тут она реализуется сама по себе [1].

Также существует подход, согласно которому производным может считаться только тот инструмент, по которому предполагается получение дохода за счет разницы цен и не предполагается использование данного инструмента для поставки товара или иного базового актива [3]. Однако далеко не все деривативы не предполагают поставку базисных активов. К тому же подобное определение может быть применено ко многим финансовым инструментам.

Существует и другая обширная группа определений рассматриваемых инструментов, основанная на признаке производности. Так, в качестве основного термина используется понятие производных финансовых инструментов в исследованиях А.Б. Фельдмана и В.А. Галанова.

Наиболее полно определение дериватива раскрыто в Международных стандартах финансовой отчетности № 39 “Финансовые инструменты: признание и переоценка” и № 32 “Финансовые инструменты: представление и раскрытие информации”, в которых под деривативом понимается финансовый инструмент, в отношении которого одновременно должны выполняться следующие условия:

- стоимость финансового инструмента изменяется при изменении указанного базового актива;
- для приобретения финансового инструмента не требуются инвестиции либо требуются незначительные первоначальные инвестиции;
- расчеты по данному финансовому инструменту осуществляются в будущем [4].

По мнению ряда исследователей, англоязычный термин “дериватив” более всего соответствует русскому термину “производный финансовый инструмент”. Однако Национальная ассоциация участников фондового рынка России отмечает, что с правовой точки зрения называть договор “инструментом”, по меньшей мере, некорректно. Договор является одним из институтов гражданского права, занимает в системе гражданского права строго определенное место и определяется через другие гражданско-правовые понятия. По мнению специалистов авторитетной организации, термин “производный финансовый инструмент” является не правовым, а сугубо техническим и его использование участ-

никами финансовых рынков не может служить основанием для использования в гражданском законодательстве [2].

Следует также разграничивать понятия “дериватив” и “производная ценная бумага”. Далеко не все деривативы являются производными ценными бумагами. Кроме того, между понятиями “дериватив” и “ценные бумаги” имеется ряд существенных отличий:

- общее нормативное отличие. В статье 144 Гражданского кодекса Республики Беларусь “Виды ценных бумаг” приводится открытый перечень ценных бумаг, среди которых нет ни одного вида дериватива. Однако указывается, что возможно существование и других ценных бумаг, но для этого необходимо их признание в качестве таковых законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке;
- общие гражданско-правовые отличия. Ценная бумага – это титул собственности на определенное имущество или отданный взаймы капитал. Дериватив – это обязательство, закрепляющее право или обязанность поставить или купить в будущем базисный актив. Он может выступать как организационный инструмент поставки. Для ценной бумаги характерно, что она является документом, который должен быть предъявлен для осуществления заложенного в нем права. Следовательно, одна сторона является по отношению к другой правообладателем, а другая имеет только обязанность и никакого встречного правомочия. По деривативу обе стороны являются правомочными;
- общее экономическое отличие. Основополагающая функция рынка ценных бумаг сводится к мобилизации денежных средств. Функция рынка деривативов состоит в перераспределении рисков [2].

Дериватив может существовать как в форме договора, так и в форме ценной бумаги. Квалификация деривативов исключительно в качестве производных ценных бумаг, к которой часто прибегает целый ряд исследователей, не может считаться полностью отвечающей сущности этого явления. С другой стороны, утверждение, что деривативы ни при каких условиях не могут принимать форму ценной бумаги, также не соответствует правовой действительности и существующему нормативному регулированию.

Из всего многообразия производных финансовых инструментов в международной практике в зависимости от вида базисных активов выделяют процентные, валютные, товарные, кредитные деривативы и деривативы на ценные бумаги и фондовые индексы [4].

Для управления валютными рисками во внешнеэкономической деятельности используются инструменты валютного рынка: форвардные контракты на валюту, валютные фьючерсы, валютно-процентные свопы, валютные свопы и опционы [5].

Форвардный (фьючерсный) контракт представляет собой соглашение о покупке или продаже конкретного товара в определенную дату в будущем по установленной цене, заключенное вне биржи (форвард) либо на бирже (фьючерс).

Основным признаком форвардного контракта является то, что между датой заключения сделки и датой расчетов (или поставки активов) проходит какое-то время, например 3 месяца или 1 год. В случае с простым валютным форвардом с полной поставкой в настоящий момент времени контрагенты заключают сделку по некоему фиксированному форвардному курсу, но расчеты должны будут произведены в будущем.

Валютный фьючерс – это обязательство купить или продать одну валюту против другой по согласованному обменному курсу в определенный день в будущем [6].

Операция *валютный своп* – это комбинация двух противоположных валютных сделок, когда субъект хозяйствования купил одну валюту по текущему ры-

ночному курсу (курсу спот) с расчетами сегодня и одновременно продал это же количество валюты обратно, но по форвардному курсу с расчетами в будущем. В операции *валютный своп* организация всегда имеет вторую обратную сделку, которая будет фактически форвардной сделкой. В зарубежной практике выделяются валютно-процентные и валютные свопы.

*Валютно-процентный своп* – это соглашение между сторонами, в соответствии с которым они выплачивают друг другу процентные ставки по займам в различных валютах в определенные даты в течение срока действия соглашения.

*Валютный своп* – это соглашение, которое предполагает одновременную покупку и продажу определенного количества одной валюты в обмен на другую с двумя различными датами валютирования. Наибольшее распространение получили следующие два вида валютных свопов:

- Спот – форвард. Первый обмен приходится на спот – дату, то есть на второй рабочий день после заключения сделки, а обратный обмен, на форвардную дату;
- Форвард – форвард. Первый обмен приходится на первую форвардную дату, а обратный обмен на более позднюю форвардную дату.

Опционный контракт на валюту – это соглашение, дающее держателю право, но не обязывающее его купить или продать определенное количество валюты по согласованной цене (цене исполнения) в некоторый момент в будущем. За получение такого права покупатель опциона уплачивает его продавцу премию [6].

В экономической науке вопрос о видах валютных деривативов является дискуссионным.

По классификации Банка международного регулирования (BIS) форвардные контракты и валютно-процентные свопы объединяются в одну группу внебиржевых деривативов, две других группы составляют валютные свопы и опционы. Биржевые деривативы представлены фьючерсами и опционами.

Агентство Рейтер в своих руководствах серии “Reuters для финансистов” форвардные сделки и валютные свопы относит к категории валютных сделок, а деривативы представляет в виде валютно-процентных свопов, опционов, фьючерсов и синтетических соглашений по валютному обмену, которые включают соглашения по валютному обмену и соглашения по валютному курсу [4].

При заключении соглашений по иностранной валюте расчет производится на основе разницы между форвардным курсом на первый день действия контракта и спот – курсом в момент расчета. При заключении соглашений о валютном курсе расчет производится на основе двух форвардных курсов.

По мнению Д.Ю. Пискулова, деривативами являются не все форвардные контракты и свопы. К производным финансовым инструментам следует относить только расчетные форвардные сделки, которые представляют собой контракты на разницу и предполагают зачет встречных денежных требований, возникающих в момент исполнения срочной и встречной сделки.

Согласно Д.Ю. Пискулову сделки своп не всегда являются деривативами. Словом “своп” (от англ. *swap* – обмен) называется большое количество сделок с различной структурой, отличающимися условиями обращения и расчетами. При этом абсолютно неправомерно сравнивать валютный своп, процентный своп или своп кредитного дефолта и относить их к одной группе финансовых инструментов только потому, что в их названии присутствует слово “своп”.

Из названия авторитетной профессиональной организации “Международная ассоциация свопов и деривативов” (ISDA) видно, что при ее создании дилеры разделили два термина: свопы и деривативы. По мнению Д.Ю. Пискулова,

это является еще одним подтверждением того факта, что сделки своп не всегда являются деривативами [1].

### Заключение

На основании изучения различных подходов к определению и классификации валютных деривативов хотелось бы сделать несколько существенных выводов:

- в международной практике к определению термина “дериватив” существует два подхода: расширенное толкование и укороченный вариант;
- в российской экономической литературе используется подход, основанный на срочности, производности, способности быть использованным в качестве инструментов управления рисками, а также подход, основанный на способности дериватива быть использованным в качестве инструмента на поставку товара и приносящего доход в виде разницы в ценах. Каждый из этих подходов имеет как свои достоинства, так и свои недостатки;
- существуют различия между дефинициями “дериватив”, “производная ценная бумага”, “производный финансовый инструмент”, “финансовый инструмент срочного рынка”;
- к основным видам валютных деривативов в международной практике относятся форвардные и фьючерсные контракты, опционы и свопы;
- по мнению ряда исследователей, нет единой точки зрения по поводу отнесения некоторых видов срочных сделок к производным финансовым инструментам.

### ЛИТЕРАТУРА

1. **Пискулов, Д.** Производные инструменты: вопросы классификации и регулирования / Д. Пискулов // Международные банковские операции. – 2005. – № 4 [Электронный ресурс]. – 2005. – Режим доступа: [http://www.reglament.net/bank/mbo/2005\\_4.htm](http://www.reglament.net/bank/mbo/2005_4.htm) – Дата доступа: 2.12.2008.
2. **Ритасов, В.** Производные инструменты. “Проинтегрируем”? / В. Ритасов // Деньги. – № 1-2(74), январь 2006. [Электронный ресурс]. – 2005. – Режим доступа: <http://www.dengi-info.com/archive/read.php?iid=74> – Дата доступа: 2.12.2008
3. **Фельдман, А.Б.** Производные финансовые и товарные инструменты / А.Б. Фельдман. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 277 с.
4. Деривативы. Курс для начинающих (Серия “Reuters для финансистов”). – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 208 с.
5. **Рэдхед, К.** Управление финансовыми рисками / К. Рэдхед, С. Хьюс. – М.: Инфра-М, 1996. – 288 с.
6. Валютный и денежный рынок. Курс для начинающих (Серия “Reuters для финансистов”). – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 340 с.