



**СЕЛИВАНОВСКИЙ
АНТОН СЕРГЕЕВИЧ**

заместитель
заведующего кафедрой
предпринимательского права
НИУ ВШЭ,
кандидат юридических наук

УПРАВЛЯЮЩИЙ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ: КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСОВ*

Управляющий на рынке ценных бумаг обязан избегать конфликтов интересов, однако на практике они встречаются достаточно часто, в результате чего клиентам управляющих подчас наносится значительный материальный ущерб. Клиенты фактически лишены возможности защитить свои нарушенные права. Автор высказывает свое мнение о направлениях модернизации законодательства в этой сфере.

Ключевые слова: управляющий на рынке ценных бумаг, ответственность управляющего, конфликт интересов, раскрытие информации о конфликте интересов, саморегулируемые организации на рынке ценных бумаг, защита прав инвесторов, MiFID

В настоящее время активно обсуждаются различные аспекты формирования и совершенствования нормативной базы рынка ценных бумаг для создания в Москве международного финансового центра. Предлагаются различные нововведения, целью которых должно стать привлечение денежных ресурсов на российский финансовый рынок. Для этого, в частности, необходимо обеспечить более высокий уровень защиты прав инвестора на финансовом рынке.

Одним из рисков для инвестора является ситуация, в которой профессиональный участник финансового

рынка, оказывающий услуги инвестору, действует в условиях конфликта интересов, часто не в интересах своего клиента.

Пример 1. Конфликт интересов клиента и компании, входящей в одну группу с управляющим.

В июле 2008 г. негосударственный пенсионный фонд заключил договор доверительного управления имуществом фонда с управляющей компанией «Центавр». Фонд перечислил компании денежные средства в сумме 4 млрд руб. В октябре 2008 г. УК «Центавр» приобрела у инвестиционной компании «Центавр» облигации ЗАО «Уникальная компания» на общую номинальную сумму 100 млн руб. по цене, составляющей 33% от номинальной стоимости облигаций. При этом ЗАО «Уникальная компания» с сентября 2008 г. пол-

* Работа выполнена при поддержке индивидуального исследовательского гранта факультета права НИУ ВШЭ, а также при информационной поддержке СПС «КонсультантПлюс».

ностью перестала платить по своим денежным обязательствам (как по облигациям, так и по кредитам). Обесцененные облигации поступили в собственность фонда, а денежные средства — в инвестиционную компанию «Центавр».

Таким образом, ИК «Центавр» получила 33 млн руб., а негосударственному пенсионному фонду благодаря УК «Центавр» достались полностью обесценившиеся облигации на сумму 100 млн руб. и множество проблем, связанных с этими ценными бумагами.

Пример 2. Конфликт интересов нескольких клиентов одного профессионального участника рынка ценных бумаг.

В апреле 2010 г. Комиссия США по ценным бумагам и биржам (*The United States Securities and Exchange Commission; SEC*) подала в суд на американский банк *Goldman Sachs*, обвинив его в мошенничестве с ценными бумагами. В центре внимания регулятора оказались производные ценные бумаги под названием *Abacus 2007-AC1*, структурированные банком и проданные нескольким инвесторам, в частности немецкому банку *IKB Deutsche Industriebank* и голландскому *ABN AMRO*. Ценные бумаги были обеспечены пулом ипотечных бумаг категории *subprime* и выведены на рынок именно в тот момент, когда американский сектор *subprime*-ипотеки начал подавать первые признаки неминуемого обвала. В результате через восемь месяцев после продажи *Abacus* инвесторам данный актив практически полностью обесценился: 99% бумаг, входивших в ипотечный пул, столкнулось с понижением рейтинга. Инвесторы потеряли на вложениях в *Abacus* около 1 млрд долл.

SEC обвинила *Goldman Sachs* и одного из его вице-президентов в том, что они намеренно скрыли от инвесторов информацию о конфликте интересов, лежащем в основе «токсичного» дериватива. По данным *SEC*, при реализации проекта *Goldman Sachs* действовал в интересах фонда *Paulson & Co.*, о чем умалчал в проспекте эмиссии. Рисковые ценные бумаги были проданы другим клиентам *Goldman Sachs*.

Таким образом, в результате некоторых допущений со стороны профессионального участника финансового рынка *Paulson & Co.* смог избежать значительных финансовых потерь и избавиться от рискованных ак-

тивов, в то время как клиенты, приобретшие эти ценные бумаги, понесли значительные убытки¹. *Goldman Sachs*, вероятно, получил вознаграждение от всех клиентов.

Понятие конфликта интересов

Статья 5 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о РЦБ) устанавливает, что в случае, если конфликт интересов управляющего и его клиента или разных клиентов одного управляющего, о котором все стороны не были уведомлены заранее, привел к действиям управляющего, нанесшим ущерб интересам клиента, управляющий обязан за свой счет возместить убытки в порядке, установленном гражданским законодательством. При этом в законах, регулирующих рынок ценных бумаг, легального определения понятия «конфликт интересов» не содержится.

Данное понятие встречается в других законах. Статья 36.24 Федерального закона от 07.05.1998 № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» определяет конфликт интересов как наличие у должностных лиц и их близких родственников прав, предоставляющих возможность получения указанными лицами лично либо через юридического или фактического представителя материальной и личной выгоды в результате использования ими служебных полномочий в части, касающейся инвестирования средств пенсионных накоплений, или информации об инвестировании средств пенсионных накоплений, ставшей им известной или имеющейся в их распоряжении в связи с осуществлением должностными лицами профессиональной деятельности, связанной с формированием и инвестированием средств пенсионных накоплений².

Тот же Закон при этом установил, что меры по недопущению возникновения конфликта интересов в отношении должностных лиц субъектов и иных

¹ См. одну из множества статей об этом деле: http://news.date.bs/world_169283.html.

² Аналогичное определение предлагает ст. 35 Федерального закона от 24.07.2002 № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации».

участников отношений по инвестированию средств пенсионных накоплений устанавливаются в кодексах профессиональной этики соответствующих организаций. Кодексы профессиональной этики управляющих компаний должны соответствовать положениям Федерального закона от 24.07.2002 № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» и принимаются на основе типового кодекса профессиональной этики, утверждаемого Правительством РФ³.

Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» в п. 5 ст. 38 установил, что управляющая компания вправе осуществлять инвестирование собственных средств, совершать сделки по передаче имущества в пользование, а также оказывать консультационные услуги в области инвестиций при соблюдении требований нормативных правовых актов ФСФР России по предупреждению конфликта интересов.

|| Приходится констатировать, что единое понятие о конфликте интересов для рынка ценных бумаг в законах отсутствует.

Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (далее — ФКЦБ) постаралась восполнить данный пробел в 1998 г.⁴ ФКЦБ установила, что под конфликтом интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг понимается противоречие между имущественными и иными интересами профессионального участника рынка ценных бумаг и (или) его работников, осуществляющих свою деятельность на основании трудового или гражданско-правового договора, и клиента профессионального участника рынка ценных бумаг, в результате которого действия (бездействие) профессионального участника рынка ценных бумаг и (или) его работников причи-

няют убытки клиенту и (или) влекут иные неблагоприятные последствия для клиента⁵.

Кроме того, ФКЦБ установила, что в целях предотвращения конфликта интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и уменьшения его негативных последствий профессиональный участник рынка ценных бумаг обязан соблюдать принцип приоритета интересов клиента перед собственными интересами.

Если мы попробуем применить понятие «конфликт интересов», определенное ФКЦБ, получится, что в примере 1 конфликт интересов отсутствует, в отношении примера 2 для установления наличия конфликта интересов необходимо будет выяснять дополнительные обстоятельства.

Кроме того, Закон о РЦБ указывает на недопустимость конфликта интересов разных клиентов одного управляющего, в то время как ФКЦБ такой конфликт игнорирует (а он имеет принципиальное значение!).

Пример 3. Конфликт интересов нескольких клиентов одного профессионального участника рынка ценных бумаг.

Управляющая компания «Надежный траст» оказывала услуги по доверительному управлению двум крупным клиентам — ООО «Любимый клиент» и НПФ «Обычный фонд старости». Осенью 2008 г. в период острого кризиса УК «Надежный траст» стала продавать надежные бумаги из портфеля фонда, а на полученные средства приобретать из портфеля ООО «Любимый клиент» облигации, которые вызывали подозрения в платежеспособности. В результате в 2009 г. в портфеле ООО «Любимый клиент» оказались деньги, а в портфеле фонда — дефолтные облигации.

³ Это относится только к деятельности управляющих компаний по управлению пенсионными накоплениями (ст. 36.25 Федерального закона от 07.05.1998 № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах»).

⁴ Постановление ФКЦБ России от 05.11.1998 № 44 «О предотвращении конфликта интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг». Законность данного постановления оспаривалась в Верховном Суде, который не нашел оснований для его отмены (Решение ВС РФ от 15.10.2009 № ГКПИ09-946, Определение ВС РФ от 03.12.2009 № КА09-571).

⁵ Сходное понятие приводится в п. 2.9 Инструкции Банка России от 02.07.1997 № 63 «О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями Российской Федерации»: под конфликтом интересов понимается конфликт между интересами учредителя управления и доверительного управляющего или его служащих, возникающий в кредитной организации, создавшей общий фонд банковского управления, при проведении операций доверительного управления, банковских операций и других сделок.



С точки зрения здравого смысла налицо конфликт интересов, но с точки зрения нормативных актов управляющий действовал в рамках предоставленных ему полномочий и не допустил конфликта интересов.

Контроль на уровне саморегулируемых организаций

В настоящее время наиболее удачный подход к борьбе с конфликтом интересов реализован, по нашему мнению, Национальной ассоциацией участников фондового рынка (НАУФОР). НАУФОР разработала и утвердила обязательные для исполнения ее членами правила профессиональной этики⁶. Данные правила устанавливают следующие важные обязанности для управляющих — членов ассоциации:

- избегать любого конфликта интересов, а если это невозможно — обеспечить раскрытие информации клиенту, а также не допускать недобросовестного соблюдения и удовлетворения собственных интересов за счет ущемления прав и законных интересов клиента;
- осуществлять раскрытие клиенту информации о своем правовом статусе, имущественном положении и об операциях с ценными бумагами в случаях и порядке, установленных федеральными законами, иными нормативными правовыми актами Российской Федерации или документами НАУФОР;
- в соответствии с требованиями документов НАУФОР уведомлять своего клиента о наличии аффилированности или о наличии отношений, позволяющих другим лицам определять или влиять на решения, принимаемые данным управляющим;
- при наличии конфликта интересов предпринять все возможные и необходимые разумные действия по обеспечению интересов клиента и информированию последнего о характере и объеме интереса управляющего.

Нарушение указанных правил может привести к исключению члена-нарушителя из состава данной са-

морегулируемой организации. Исключение из членов саморегулируемой организации является основанием для аннулирования лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг.

Ответственность управляющего при нарушении запрета на конфликт интересов

Рассмотрим определенный законодательством механизм ответственности управляющего, допустившего конфликт интересов. Закон о РЦБ устанавливает, что в случае, если конфликт интересов управляющего и его клиента или разных клиентов одного управляющего, о котором все стороны не были уведомлены заранее, привел к действиям управляющего, нанесшим ущерб интересам клиента, управляющий обязан за свой счет возместить убытки в порядке, установленном гражданским законодательством.

Статья 15 ГК РФ устанавливает, что лицо, право которого нарушено, может требовать полного возмещения причиненных ему убытков, если законом или договором не предусмотрено возмещение убытков в меньшем размере. Должны возмещаться как реальный ущерб, так и упущенная выгода. Это означает, что перед обращением в суд клиент управляющего, считающий свои права нарушенными, должен оценить свои перспективы, исходя из того, что обязан будет доказать суду состав гражданско-правового нарушения: противоправное деяние, убытки, причинно-следственную связь между противоправным деянием и убытками. На практике это почти невозможно.

Пример 4. Конфликт интересов клиента и группы компаний, в которую входит управляющий.

В 2004 г. негосударственный пенсионный фонд заключил договор доверительного управления имуществом фонда с управляющей компанией «Суперкомпания». Фонд перечислил компании денежные средства, управляющая компания совершала сделки с имуществом фонда, переданным в доверительное управление и приобретенным в результате управления. В 2009 г. фонд провел проверку исполнения УК «Суперкомпания» условий договора. Выяснилось,

⁶ Правила утверждены советом директоров НАУФОР 31 октября 2002 г. (протокол № 2002-81-зРДН-3110; <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=5406>).

что 17 июля 2008 г. УК «Суперкомпания» продала 4000 акций ИК «Суперкомпания», получила за акции 40 000 руб.; затем в тот же день УК «Суперкомпания» приобрела эти же 4000 акций у ИК «Суперкомпания», заплатив за них 47 000 руб. Несложный расчет показал, что в результате совершения данных и аналогичных «встречных» сделок в течение 2008 г. УК «Суперкомпания» уплатила ИК «Суперкомпания» 40 млн руб. из средств фонда без какого-либо встречного представления.

Учитывая, что ИК «Суперкомпания» и УК «Суперкомпания» располагаются по одному адресу, во всех материалах, включая визитки сотрудников, указывается общее наименование «Суперкомпания», во всех рейтингах показатели компаний суммируются, первоначально данная ситуация расценивалась как конфликт интересов, в котором интересы фонда — клиента УК «Суперкомпания» — были нарушены в интересах группы компаний «Суперкомпания».

Специалисты фонда начали подготовку материалов для обращения в арбитражный суд с иском к УК «Суперкомпания». Выяснилось, что юридически ИК «Суперкомпания» и УК «Суперкомпания» не связаны, сотрудники УК «Суперкомпания» не являются акционерами УК «Суперкомпания». Таким образом, данная ситуация не подпадает под определение конфликта интересов, установленное ФКЦБ. Очевидная заинтересованность самой УК «Суперкомпания» и ее работников формально не прослеживается. Следовательно, отсутствует противоправное деяние со стороны УК «Суперкомпания» и никаких претензий к ней предъявить нельзя.

Если вернуться к ситуации, описанной в примере 3, НПФ «Обычный фонд старости» для защиты своего нарушенного права должен будет доказывать суду следующие факты.

1. Факт допущения УК «Надежный траст» конфликта интересов. Представить суду соответствующие доказательства будет практически невозможно, поскольку маловероятно, что ООО «Любимый клиент» или сама УК «Надежный траст» представят документы, подтверждающие приобретение на средства фонда сомнительных облигаций из портфеля ООО «Любимый клиент».

2. Точный размер убытков, нанесенных фонду. Даже если фонд сможет получить доступ к некоторым документам, обратившись в суд с соответствующим ходатайством, любой расчет, представленный суду, может быть подвергнут критике (невозможно доказать «текущую» цену дефолтных облигаций). Рыночную цену (цену, сложившуюся на внебиржевом рынке) суд не примет, биржевая цена отсутствует (торги облигациями компании, находящейся в процедуре банкротства, прекращаются), признать цену равной нулю невозможно (для этого должно окончиться банкротное производство в отношении эмитента, которое может длиться несколько лет). К моменту закрытия производства в отношении эмитента пройдет более трех лет с даты приобретения дефолтных облигаций и, соответственно, истечет срок исковой давности.

3. Причинно-следственную связь между приобретением облигаций и неплатежом эмитента и поручителя по облигациям. (Очевидно при этом, что прямая связь недоказуема.)

Итак, фактически доказать состав гражданско-правового правонарушения фонд не сможет, судебные перспективы ничтожно малы.

Практика показывает, что применение общих правил о гражданско-правовой ответственности и возмещении ущерба позволяет защищать интересы участников оборота лишь тогда, когда отношения складываются по поводу традиционных объектов гражданских прав; данные правила совершенно не приспособлены для защиты интересов участников рынка ценных бумаг и производных финансовых инструментов.

В связи с этим нормы ст. 5 Закона о РЦБ и общие положения ГК о возмещении убытков управляющими остаются беспомощными декларациями при отсутствии фактических механизмов привлечения к ответственности профессионального участника рынка ценных бумаг, нарушающего интересы своего клиента. Этот вывод подтверждается тем фактом, что, по данным СПС «КонсультантПлюс» по состоянию на 1 декабря 2011 г., споров между клиентами и управляющими в связи с нарушением правила о недопущении конфликта интересов не было.



Интересы клиента	Интересы финансовой организации (инвестиционной фирмы), которая оказывает клиенту финансовые услуги
	Интересы руководителей и работников финансовой организации (инвестиционной фирмы)
	Интересы связанных агентов финансовой организации (инвестиционной фирмы)
	Интересы любых лиц, прямо или косвенно связанных с финансовой организацией (инвестиционной фирмой) отношениями контроля
	Интересы других клиентов данной финансовой организации

Предложения по модернизации законодательства

Представляется очевидной необходимость внесения существенных изменений в действующее законодательство с целью защиты интересов инвесторов — клиентов управляющих компаний от недобросовестных действий управляющих в связи с конфликтом интересов.

Прежде всего необходимо изменить подход к понятию конфликта интересов. С учетом современного развития финансового рынка представляется целесообразным ориентироваться на международный опыт. В европейской директиве «О рынках финансовых инструментов» (*Markets in Financial Instruments Directive, MiFID*)⁷ определение конфликта интересов намного шире, чем определение ФКЦБ.

Статья 18 *MiFID* устанавливает: «Государства-члены должны требовать от инвестиционных фирм принятия всех необходимых мер для выявления конфликта интересов между ними, включая их руководителей, работников и связанных агентов, или любых лиц, прямо или косвенно связанных с ними отношениями контроля, и их клиентами, или между двумя клиентами, который может возникнуть в процессе предоставления инвестиционных или вспомогательных услуг, или их сочетания».

⁷ Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of April 21, 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC (Директива 2004/39/ЕС Европейского Парламента и Совета от 21 апреля 2004 г. О рынках финансовых инструментов, изменяющая Директивы Совета 85/611/ЕЭС, 93/6/ЕЭС и Директиву Европейского парламента и Совета 2000/12/ЕС, а также отменяющая Директиву Совета 93/22/ЕЭС) // OJ. L 145/1, 30.04.2004. P. 145.

Таким образом, как мы видим из вышеприведенной таблицы, *MiFID* различает возможные ситуации конфликта интересов.

Если вернуться к приведенным ранее примерам, не сложно заметить, что *MiFID* относит к конфликту интересов управляющего все представленные в них ситуации.

Следующим направлением модернизации законодательства должна стать разработка новых правил определения и возмещения ущерба клиентам управляющих компаний.

В Концепции развития гражданского законодательства Российской Федерации⁸ указывается, что в рамках проблемы справедливого возмещения убытков особенно остро стоит вопрос о доказывании кредитором не только факта наличия убытков, вызванных нарушением обязательства со стороны должника, но и их точного размера.

Применительно к данной проблеме представляется целесообразным введение в законодательство о рынке ценных бумаг повышенных требований к исполнению управляющим обязательств перед клиентами по сравнению с обычными предпринимательскими отношениями, поскольку в отношениях клиентов и управляющих по договору доверительного управления клиент является слабой стороной, всецело зависящей от профессионализма и добросовестности управляющего. На уровне закона следует прямо установить обязанность управляющего действовать добросовестно в интересах клиента, не допуская конфликта интересов. Управляющий обязан раскрывать клиентам информацию обо всех аффилированных лицах, прежде всего о

⁸ Концепция одобрена решением Совета при Президенте РФ по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства от 07.10.2009 (Вестник ВАС РФ. 2009. № 11).

лицах, входящих в одну группу с данной управляющей компанией⁹. Управляющая компания обязана предпринимать все возможные разумные усилия для исключения конфликта интересов, в том числе конфликта интересов двух и более клиентов. В случае опасности возникновения конфликта интересов управляющая компания обязана раскрыть информацию соответствующим клиентам и предпринять все усилия для предотвращения или прекращения данного конфликта.

Для цивилизованного развития экономики страны и полноценного функционирования фондового рынка за нарушение управляющим правил о недопущении конфликта интересов представляется целесообразным установить два вида ответственности — административную и гражданско-правовую.

Управляющего, допустившего конфликт интересов и нарушившего интересы клиента, ФСФР должна привлекать к административной ответственности. Санкцией за такое нарушение могут стать штрафы и аннулирование лицензии. Особо отметим, что срок давности по привлечению управляющего к ответственности за нарушение прав клиента должен быть не менее трех лет, поскольку факт подобного нарушения выявить достаточно не просто.

Существенному изменению должны подвергнуться и правила привлечения управляющего к гражданско-правовой ответственности. В этой области представляется целесообразной работа в следующих направлениях.

1. При предъявлении требования клиентом бремя доказывания отсутствия конфликта интересов должно быть возложено на управляющего.

2. При предъявлении клиентом претензии управляющему, основанной на подозрении в совершении

им сделок с аффилированным лицом, такое аффилированное лицо привлекается в качестве третьего лица.

3. Клиент освобождается от обязанности доказывать точный размер понесенных им убытков. Управляющий должен возместить клиенту реституционную стоимость имущества: ему должны быть выплачены средства, которые были потрачены на сделки, совершенные с конфликтом интересов, или переданы соответствующие ценные бумаги. В полной мере можно согласиться с тезисом, определенным в Концепции развития гражданского законодательства: должник, нарушивший обязательство, должен возместить кредитору причиненные убытки в полном размере; полное возмещение убытков означает, что кредитор должен быть поставлен в положение, в котором он находился бы, если бы обязательство было исполнено надлежащим образом.

4. Представляется целесообразным установить, что управляющий, нарушивший правило о запрете конфликта интересов, должен уплатить пострадавшему клиенту штраф. Размер штрафа может быть рассчитан как проценты на реституционную стоимость, а размер процентов может быть привязан к ставке рефинансирования Центрального банка РФ. Полагаем, что данный штраф должен быть введен законом, а не договором.

Обоснованным представляется нам мнение М. Ясуса о необходимости безотлагательно отвергнуть классическое понимание возмещения ущерба, предусматриваемое ГК, для отношений, складывающихся на финансовом рынке¹⁰. Риск причинения убытков клиентам управляющих на рынке ценных бумаг в связи с конфликтом интересов может быть снижен только при комплексном внесении изменений в российское законодательство и при адекватном применении этого законодательства судами.

⁹ В связи с этим встает вопрос о модернизации процесса раскрытия информации профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

¹⁰ Ясус М. О необходимости установления специальной ответственности за нарушение законодательства о ценных бумагах // *Хозяйство и право*. 2011. № 5.