



**Дина Владимировна
ЛУБЯГИНА,**

доцент кафедры
предпринимательского
и корпоративного права
Университета имени
О.Е. Кутафина (МГЮА),
кандидат юридических
наук, доцент
dvlubyagina@msal.ru
125993, Россия, г. Москва,
ул. Садовая-Кудринская, д. 9

Конфликт интересов на рынке ценных бумаг

Аннотация. В статье исследована проблема применения легальной трактовки понятия «конфликт интересов», в том числе к правоотношениям на фондовом рынке. Рассмотрены такие понятия, как фидуциарные обязанности доверенного лица, спорность легального определения конфликта интересов через понятие личной заинтересованности. Обосновывается необходимость дальнейшего развития системы пруденциального регулирования, более конкретизированного определения критериев фидуциарных обязанностей доверителя на рынке ценных бумаг. Анализируется возможность внедрения в российскую практику подхода, применяемого в системе общего права. Согласно данному подходу только доказанность факта недобросовестного выполнения фидуциарных обязанностей, таких как лояльность, должная заботливость и информационная обязанность, может служить основанием для привлечения к ответственности при конфликте интересов, но никак не установление факта личной заинтересованности. В частности, с этой точки зрения рассматривается основополагающее правило системы общего права, применяемое на фондовом рынке, — полностью полагаться на информацию, предоставляемую брокером клиенту (т.е. ситуация, полностью противоположная подходу, сложившемуся в российском праве применительно к выявлению конфликта интересов), и ожидать, что он исполнит свои обязанности со всей компетентностью и должной осмотрительностью. Обосновывается большая эффективность подхода установления презумпции добросовестного выполнения доверенным лицом фидуциарных обязанностей и привлечения к ответственности лишь при доказанности факта обратного. **Ключевые слова:** конфликт интересов, фидуциарные обязанности, фондовый рынок, риск, профессиональные участники рынка ценных бумаг.

DOI: 10.17803/2311-5998.2024.120.8.082-089

Dina V. LUBYAGINA,

Associate Professor of the Entrepreneurial and Corporate Law Department
of the Kutafin Moscow State Law University (MSAL),
Cand. Sci. (Law), Associate Professor
dvlubyagina@msal.ru
9, ul. Sadovaya-Kudrinskaya, Moscow, Russia, 125993

Conflict of interest in the securities market

Abstract. In the article examines the problem of applying the legal interpretation of the concept of “conflict of interest,” including as applicable to legal relations in the stock market. Such concepts as the fiduciary duties of a trustee, the controversial nature of the legal definition of a conflict of interest

through the concept of personal interest are considered. The need for further development of the prudential regulation system and a more specific definition of the criteria for the fiduciary duties of the principal in the securities market are substantiated. The possibility of introducing into Russian practice the approach used in the common law system is analyzed. According to this approach, only proof of the fact of dishonest fulfillment of fiduciary duties, such as loyalty, due diligence and information duty can serve as a basis for prosecution in the event of a conflict of interest, but not the establishment of the fact of personal interest. In particular, from this point of view, the fundamental rule of the common law system applied in the stock market is considered — to fully rely on the information (i.e., a situation completely opposite to the approach that has developed in Russian law in relation to identifying conflicts of interest) provided by the broker to the client, and to expect, that he will perform his duties with all competence and due care. The author substantiates the greater effectiveness of the approach of establishing a presumption of conscientious fulfillment of fiduciary duties by a trustee and bringing to responsibility only if the contrary fact is proven.

Keywords: conflict of interest, fiduciary duties, stock market, risk, professional participants in the securities market.

Понятие «конфликт интересов» возникло в свое время в английском общем праве как термин, применяемый в отношении лиц, одно из которых (доверенное лицо) выполняет фидуциарные обязанности в чужом интересе, а другое (доверяющее) — лицо, в интересах которого данные обязанности выполняются. Такое же понимание сохраняется в общем виде в странах англосаксонского права до сих пор. При этом под фидуциарной обязанностью традиционно понимается лояльность и должная заботливость при исполнении обязанности в чужом интересе, в отдельных случаях только обязанность заботливости либо в совокупности с информационной обязанностью. К примеру, в судебной практике в качестве установленного общего подхода применительно к обязанностям банка по отношению к выполнению поручений клиента под фидуциарностью принято понимать только обязанность заботливости.

Под обязанностью заботливости (*suitability*) применительно к фондовому рынку понимают необходимость всесторонней оценки всей полноты информации для обеспечения интересов клиента при покупке инвестиции (чтобы инвестиция максимально соответствовала требованиям инвестирования конкретного клиента). В России в настоящее время с целью оценки эффективности инвестиционного вложения для конкретного клиента составляется и анализируется инвестиционный профиль. Преданность как составляющая фидуциарной обязанности трактуется как недопустимость влияния чьих-либо интересов, помимо интересов клиента, на добросовестность исполнения перед ним поручения по инвестированию¹. При

¹ Краткий обзор правил ведения бизнеса см.: *Tuch A. F. Conduct of Business Regulation // The Oxford Handbook of Financial Regulation / Moloney N., Ferran E., Payne J., eds . Oxford, 2015. P. 560—561.*



этом нарушение фидуциарных обязанностей доверенным лицом в большинстве случаев презюмируется.

В российском праве также осознаются важность и необходимость распространения опыта более конкретизированной фидуциарности при исполнении поручений. В частности, применительно к финансовому сектору указывается на необходимость установления конкретных «фидуциарных стандартов деятельности финансовых посредников, предусматривающих при оказании финансовых услуг соблюдение приоритетности интересов клиентов и избежание конфликта интересов с ними»².

В этом плане достаточно полезными были направления, указанные Миссией Международного валютного фонда и Всемирного банка в рамках программы оценки российского финансового сектора. Речь шла о необходимости включения в законодательство особой обязанности посредника на финансовом рынке выявлять, предотвращать конфликты интересов или управлять ими, а в отношении мегарегулятора — о целесообразности принятия мер по противодействию таким конфликтам³.

Реализация данного подхода была инициирована Центром стратегических разработок и РАНХиГС и представлена в докладе по развитию небанковского финансового сектора «Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора»⁴. Мегарегулятор занял аналогичную позицию по этому вопросу применительно к фидуциарным обязанностям брокера⁵. Как справедливо отмечает О. М. Шевченко, в России на современном этапе «сформирована система пруденциального⁶ регулирования деятельности профессиональных участников, назначение которой... предотвращение конфликта интересов и снижение рисков»⁷.

В российском законодательстве понятие «конфликт интересов» формулируется через определение личной заинтересованности. Учитывая, что российское законодательство трактует конфликт интересов через обязательное наличие личной заинтересованности, можно прийти к выводу, что наличие заинтересованности у сторон во всех случаях должно приводить к конфликту, соответственно,

² Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемишев О. В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. М., 2017. С. 85.

³ См.: IMF Country Report No. 16/233. Report on the observance of standards and codes — IOSCO objectives and Principles of Securities Regulation. July 2016 // URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16233.pdf>. P. 5, 17, 19, 20, 24, 31, 34. 37.

⁴ Доклад ЦСР и РАНХиГС «Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора» 2017 г. // URL: <https://www.csr.ru/research/perspektivy-razvitiya-finansovogo-sektora-rossii/> (дата обращения: 25.05.2024).

⁵ Доклад Центрального банка РФ «Совершенствование регулирования брокерской деятельности» 2017 г. Доклад, а также отчет об итогах общественных консультаций, прошедших в 2017 г., опубликованы на сайте Банка России (URL: http://www.cbr.ru/analytics/?PrtlId=d_ok (дата обращения: 25.05.2024)).

⁶ От англ. prudent — осмотрительный, благоразумный.

⁷ Шевченко О. М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг и коллективного инвестирования // Предпринимательское право. Правовое сопровождение бизнеса : учебник для магистрантов / отв. ред. И. В. Ершова. М. : Проспект, 2018. 848 с.

к недопустимой ситуации. «Следуя данной логике можно предположить, что во избежание конфликта интересов у сторон должен полностью отсутствовать какой-либо “свой” интерес. Очевидно, что это не только невозможно, но и противоречит одному из основных принципов гражданского права, закрепленному в п. 2 ст. 1 Гражданского кодекса РФ. В соответствии с данным принципом граждане и юридические лица приобретают и осуществляют свои гражданские права своей волей и в своем интересе. Поэтому логично предположить, что сторона договора будет действовать главным образом исходя из собственных интересов даже будучи связанной условиями обязательства»⁸.

Но как в таких случаях доказать, что, следуя своим интересам, сторона добросовестно исполняла свои обязанности по отношению к лицу, поручение которого взялась выполнить? Очевидно, что доказывание недобросовестности лица весьма затруднительно, особенно при отсутствии четких критериев фидуциарности. В сфере же рынка ценных бумаг, рынка особо динамичного, с отсутствием возможности точного прогнозирования роста и падения цен на активы, где невозможно дать объективную оценку надлежащего выполнения обязательства, так как она зависит от многих неоднозначно оцениваемых факторов, процесс доказывания может оказаться крайне затруднительным. Возможно ли, к примеру, точно определить динамику стоимости ценных бумаг даже на краткосрочную перспективу при подготовке брокером проспекта ценных бумаг и последующего размещения данных ценных бумаг на фондовой бирже? Ценные бумаги — товар особого рода, а фондовый рынок — рынок с высокой волатильностью и с высокими рисками, что исключает возможность точного прогноза.

Тем более что в отличие от купли-продажи товара, где надлежащее исполнение означает только совершение должником предусмотренных договором и законом действий в пользу кредитора безотносительно к тому, как это в дальнейшем скажется на предмете сделки, при осуществлении сделок с ценными бумагами исполнение обязанностей связано с возможными перспективами реализации прав, удостоверенных ценными бумагами в будущем, т.е. напрямую связано с дальнейшей судьбой предмета сделки.

Таким образом, надлежащее выполнение обязательства в отношении товара — ценной бумаги означает совершение не только всех необходимых действий, предусмотренных договором и законом, но и действий, которые позволят клиенту (покупателю) установить все экономические характеристики прав, закрепленных ценными бумагами, и помогут сформировать разумные ожидания относительно их будущей доходности. Например, это касается деятельности брокера, который осуществляет сделку с ценными бумагами в пользу своего клиента. Как доказать, например, что при осуществлении сделки по купле-продаже ценных бумаг брокер действовал добросовестно, не имеет ли в данном случае влияние на доходность от сделки то, что формально должен был иметь место конфликт интересов?

Соответственно, применительно к правоотношениям на рынке ценных бумаг приоритетная задача лиц, ответственных за контроль над наличием конфликта интересов, должна состоять не столько в выявлении наличия личной

⁸ Лубягина Д. В. Риск на рынке ценных бумаг (частноправовые аспекты) : монография. М. : Проспект, 2018. С. 163.



заинтересованности, сколько в контроле за выполнением фидуциарных обязанностей. Поскольку между содержанием возникновения и реализации конфликта интересов проводится разграничение⁹ (под возникновением конфликта интересов профессионального участника рынка ценных бумаг понимается возникновение обстоятельств, при которых у доверенного лица выявляется наличие интереса, отличного от интересов клиента, которые могут влиять на интересы его клиента; реализация конфликта интересов трактуется как возникновение последствий, связанных с наличием указанных обстоятельств), фидуциарные обязанности тоже должны быть несколько различными.

К примеру, с целью выявления возникновения конфликта интересов основной фидуциарной обязанностью должна быть информационная, т.е. необходимость доведения до сведения уполномоченных лиц всех обстоятельств, способных препятствовать реализации интересов клиента добросовестно и в полной мере. Учитывая, что эта обязанность связана с наличием у доверенного лица усмотрения (поэтому имеет характер фидуциарной), основные усилия контролирующих лиц должны быть направлены на установление добросовестности доверенного лица в правоотношении с клиентом.

При реализации конфликта интересов должны анализироваться лояльность и должная заботливость, проявленные при исполнении обязательства со стороны доверенного лица. Кроме того, объем и характер ответственности при указанных обстоятельствах должны различаться. Считаем, что невыполнение информационной обязанности не должно приводить к привлечению к ответственности.

В контексте данного вопроса может быть показательным зарубежный опыт. В свое время в США также возникла необходимость защиты интересов инвесторов и в связи с этим потребность в разработке эффективных правовых способов взаимодействия, в частности брокера и клиента. С этой целью был принят ряд правовых актов, регулирующих деятельность участников инвестиционных отношений — Закон «О ценных бумагах» (Securities Act of 1933) и Закон «Об обращении ценных бумаг» (Securities Exchange Act of 1934), в который в 1964 г. были внесены существенные поправки, направленные на повышение квалификационных стандартов и требований к брокерам.

Кроме того, была введена система саморегулирования брокерских организаций, и основополагающим в американской правовой доктрине стало установление «права полностью полагаться на информацию, предоставляемую брокером клиенту, и ожидать, что он исполнит свои обязанности со всей компетентностью и должной осмотрительностью». Это правило в дальнейшем получило развитие во многих локальных актах, таких, как своды правил и стандартов брокерской деятельности. К примеру, Комиссия по контролю за оборотом ценных бумаг (the Securities and Exchange Commission) определила компетентность и должную осмотрительность в качестве основных компонентов стандартов деятельности брокеров и положила начало развитию «теории частной практики», согласно которой брокерские компании должны придерживаться «правил честности» и со знанием дела подходить к делам своих клиентов. Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам и Нью-Йоркская биржа также приняли правила,

⁹ Письмо Банка России от 01.11.2022 № 38-1-7/3236 // СПС «КонсультантПлюс».

предусматривающие такие стандарты, как «компетентность», «коммерческая честь», а также «справедливые и равноправные принципы биржевой торговли», при ведении сделок брокерами.

Как уже отмечалось, несмотря на то, что Россия относится к романо-германской системе права, российское законодательство во многом рецепирует нормы американского права в сфере регулирования рынка ценных бумаг. Например, в российском праве добросовестность определена как основной принцип, в том числе брокерской деятельности; законодатель также оперирует понятиями «конфликт интересов», «инсайдерская информация» и др.

Хотя во многом сходный подход к регулированию ситуаций конфликта интересов можно заметить и в европейской директиве «О рынках финансовых инструментов» (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID), в которой непосредственно дается определение конфликта интересов.

Однако, в отличие от опыта зарубежного регулирования, в российском праве наличие нераскрытого конфликта интересов влечет ответственность. К примеру, Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» предусмотрено, что брокер обязан возместить клиенту убытки, если они были причинены в связи с конфликтом интересов брокера и его клиента, при условии, что клиент не был уведомлен до получения брокером соответствующего поручения. Такой конфликт интересов может возникнуть, например, если брокер выступает финансовым консультантом при подготовке проспекта ценных бумаг и впоследствии размещает данные эмиссионные ценные бумаги на фондовой бирже. Аналогичную ответственность несет управляющий ценными бумагами в случае, если конфликт интересов управляющего и его клиента, о котором стороны не были уведомлены заранее, нанес ущерб клиенту в результате действий управляющего.

В американском праве формальный конфликт интересов не влечет автоматического применения ответственности; у лица есть возможность доказать свою «абсолютную честность», отсутствие какой-либо полученной им финансовой выгоды. И даже если такая сделка повлекла убытки, но была заключена с соблюдением общих требований и на рыночных условиях, действия признаются правомерными.

На наш взгляд, применение подобного подхода целесообразно и в российском праве. Формальное присутствие конфликта интересов не должно расцениваться как правонарушение и влечь юридическую ответственность даже при наличии имущественных потерь клиента по объективным обстоятельствам. Намеренные действия, направленные в том числе на причинение убытков, к примеру клиента, и действия, направленные на достижение интересов клиента, но по объективным обстоятельствам повлекшие убытки, — это не одно и то же. Полагаем, что имущественные потери, возникшие при наличии конфликта интересов, даже не раскрытого, но без намерения их причинения, должны расцениваться как наступившие в результате риска, и в данном случае должно иметь место соответствующее регулирование.

Считаем необоснованным то, что российское законодательство в настоящее время расценивает ситуацию нераскрытого конфликта интересов как достаточное основание для возложения юридической ответственности. В случае причинения убытков клиенту при наличии нераскрытого конфликта интересов и брокер, и



доверительный управляющий обязаны возместить убытки в порядке, установленном гражданским законодательством РФ.

Поддержка данной, на наш взгляд, спорной позиции законодателя, встречается и в доктрине. Так, А. С. Селивановский считает, что клиент должен освободиться 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 бумаги¹⁰.

Возвращаясь к трактовке понятия «конфликт интересов» и анализируя общую суть приведенных высказываний, отметим, что, по нашему мнению, конфликт интересов допустимо определить как ситуацию правомерную, но создающую вероятность возникновения противопоставления интересов одной стороны интересам другой (или группы лиц) и связанную с этим потенциальную возможность возникновения имущественных потерь у одной из сторон и преимуществ у другой.

Проблема конфликта интересов особенно остро встает в специализированных сферах, где требуются профессиональные знания, а значит, имеет место оказание различного рода услуг на основе использования этих знаний. Особую остроту и сложность эта проблема приобретает в сферах повышенного риска, в частности на рынке ценных бумаг, где выявить последствия конфликта интересов сложно. Ведь вероятность возникновения конфликта интересов может проявиться в ситуации, когда договор формально исполняется, но свобода выбора у профессионального участника способа его исполнения создает потенциальную возможность необоснованных имущественных выгод для исполнителя, не предусмотренных в заключенном договоре. Дополнительные сложности возникают в связи с тем, что правовые последствия конфликта интересов довольно трудно предусмотреть в гражданских договорах и пока не существует единой практики разрешения этого вопроса.

С формальной точки зрения доказать какую-либо заинтересованность стороны договора сложно, а скорее всего — практически невозможно, формальное исполнение договора делает также практически неосуществимым признание договора недействительным, в том числе по основанию противоречия основам правопорядка. Видимо, данными аргументами может быть обосновано положение, существующее в отечественном законодательстве, о презумпции виновности лица, осуществляющего деятельность в ситуации нераскрытого конфликта интересов. Однако, на наш взгляд, это не служит установлению полного баланса интересов и противоречит основным началам гражданского права. Более эффективным в этом смысле было бы введение широкой практики процедуры проверки должной добросовестности, получившей в международном обороте название дью дилидженс¹¹ (Legal Due Diligence).

¹⁰ Селивановский А. С. Управляющий на рынке ценных бумаг: конфликт интересов // Закон. 2011. № 12. С. 13—27.

¹¹ Понятие «дью дилидженс» впервые вошло в общее использование после принятия американского Закона о ценных бумагах в 1933 г. Закон обеспечивает защиту брокерам при раскрытии инвесторам коммерческой информации о покупаемых ценных бумагах. Если во время проведения процедуры дью дилидженс компании, акции которой прода-

Вместе с тем следует признать целесообразными и другие меры, направленные на минимизацию рисков в подобных сферах. Учитывая сложность доказывания наступления неблагоприятных последствий в связи с наличием конфликта интересов, законодатель в сфере рынка ценных бумаг устанавливает определенные ограничения, стремясь тем самым минимизировать риски. Прежде всего это осуществляется путем установления ограничений на совмещение определенных видов деятельности.

БИБЛИОГРАФИЯ

1. Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемишев О. В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. — М., 2017. — 307 с.
2. Лубягина Д. В. Риск на рынке ценных бумаг (частноправовые аспекты) : монография. — М. : Проспект, 2018. — 238 с.
3. Предпринимательское право. Правовое сопровождение бизнеса : учебник для магистрантов / отв. ред. И. В. Ершова. — М. : Проспект, 2018. — 848 с.
4. Селивановский А. С. Управляющий на рынке ценных бумаг: конфликт интересов // Закон. — 2011. — № 12. — С. 13—27.
5. Tsch A. F. Conduct of Business Regulation // The Oxford Handbook of Financial Regulation / Moloney N., Ferran E., Payne J., eds. — Oxford, 2015. — 565 p.

ются на фондовом рынке, брокеры предоставили инвестору информацию, они не несут ответственность за непредоставление информации, которая не могла быть раскрыта в процессе исследования (ros-consulting.ru/training/205/).

