

---

---

## ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

---

---

### Производные финансовые инструменты и конфликт интересов\*

#### АННОТАЦИЯ

На законодательном уровне определено понятие «производный финансовый инструмент». Правила на рынке ПФИ нуждаются в более подробной и продуманной регламентации. В статье рассматриваются проблемы конфликта интересов и защиты прав инвесторов на рынке ПФИ.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:** ПФИ, профессиональная деятельность на рынке ПФИ, конфликт интересов, ответственность за нарушения на рынке ПФИ, защита прав инвесторов на рынке ПФИ.

#### ANNOTATION

Russian law stated a definition of "derivative". It is necessary to provide well developed and detailed rule for derivatives market. Author provides his analysis of problems in area of conflict of interests and investor's protection on derivatives market.

**KEY WORDS:** derivatives, professional financial services, conflict of interests, liability for violations on derivatives market, investor's protection on derivatives market.

#### Общее понятие производного финансового инструмента

Федеральным законом от 25 ноября 2009 года № 281-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее — Закон № 281-ФЗ) в Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о рынке ценных бумаг) приняты масштабные изменения, которые призваны сформировать основы регулирования рынка производных финансовых инструментов<sup>1</sup>.

Прежде всего, с 1 января 2010 года в российском законодательстве появилось определение производного финансового инструмента (далее — ПФИ). Под ПФИ Закон о рынке ценных бумаг (ст. 2) понимает договор, за исключением договора репо, предусматривающий одну или несколько из следующих обязанностей<sup>2</sup>:

- 1) обязанность сторон или стороны договора периодически или единовременно уплачивать денежные суммы, в том числе в случае предъявления требований другой стороной, в зависимости от изменения цен на товары, ценные бумаги, курса соответствующей валюты, величины процентных ставок, уровня инфляции, значений,

*\* Работа выполнена при поддержке индивидуального исследовательского гранта НИУ «Высшая школа экономики», а также при информационной поддержке СПС «КонсультантПлюс».*

<sup>1</sup> Таким образом, Закон о рынке ценных бумаг в настоящее время регулирует не только «отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента, при обращении иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных федеральными законами, а также особенности создания и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг», но и отношения, связанные с заключением «договоров, являющихся производными финансовыми инструментами».

<sup>2</sup> Редакция данного определения автором немного сокращена без ущерба для существа дела.

рассчитываемых на основании цен ПФИ, значений показателей, составляющих официальную статистическую информацию, значений физических, биологических и (или) химических показателей состояния окружающей среды, от наступления обстоятельства, свидетельствующего о неисполнении или ненадлежащем исполнении одним или несколькими юридическими лицами, государствами или муниципальными образованияами своих обязанностей (за исключением договора поручительства и договора страхования), либо иного обстоятельства, которое предусмотрено федеральным законом или нормативными правовыми актами ФСФР России и относительно которого неизвестно, наступит оно или не наступит, а также от изменения значений, рассчитываемых на основании одного или совокупности нескольких указанных в настоящем пункте показателей. При этом такой договор может также предусматривать обязанность сторон или стороны договора передать другой стороне ценные бумаги, товар или валюту либо обязанность заключить договор, являющийся ПФИ;

2) обязанность сторон или стороны на условиях, определенных при заключении договора, в случае предъявления требования другой стороной купить или продать ценные бумаги, валюту или товар либо заключить договор, являющийся ПФИ;

3) обязанность одной стороны передать ценные бумаги, валюту или товар в собственность другой стороне не ранее третьего дня после дня заключения договора, обязанность другой стороны принять и оплатить указанное имущество и указание на то, что такой договор является ПФИ.

Приведенное легальное определение достаточно сложно для понимания. Вот несколько примеров отдельных видов простых ПФИ<sup>3</sup>.

*Пример 1.* Форвардный договор (контракт).

1 февраля компания заключает с Банком форвардный договор, в соответствии с которым 1 мая переводит банку 280 000 руб. (фиксированная цена) за 1000 акций («базовый актив»), а банк перечисляет компании за 1000 акций сумму, рассчитанную по цене, сложившейся на ММВБ («рыночную цену»). Договор предусматривает, что передача базового актива не осуществляется. 1 мая стороны узнают рыночную цену, рассчитывают разницу между фиксированной и рыночной ценами. Если фиксированная цена окажется больше рыночной, сумму разницы выплачивает компания, если меньше — банк. Такой форвардный контракт, как и большинство ПФИ, является расчетным (индексным).

*Пример 2.* Фьючерсный договор (контракт).

Фьючерсный контракт схож с форвардным, но заключается на биржевых торгах.

1 марта на биржевых торгах компания заключает с банком фьючерсный контракт, в соответствии с которым компания 1 июня переводит бан-

<sup>3</sup> Так называемых "vanilla derivatives".

ку 280 000 руб. (фиксированная цена) за 1000 акций («базовый актив»), а банк платит компании за 1000 акций сумму, рассчитанную по биржевой цене, сложившейся на ММВБ. Контракт предусматривает, что передача базового актива не осуществляется. 1 июня стороны узнают биржевую цену, рассчитывают разницу между фиксированной и биржевой ценами. Если фиксированная цена окажется больше биржевой, разницу выплачивает компания, если меньше — банк.

*Пример 3.* Опционный договор (контракт).

1 апреля компания заключает с банком договор, по которому приобретает право 1 июля продать банку 100 000 долларов США за 2 800 000 руб. За данное право компания уплачивает опционную премию в размере 11 000 руб. 1 июля компания вправе, но не обязана заявить требование об исполнении указанного обязательства. Очевидно, что, если курс будет ниже 28 руб. за доллар США, компания воспользуется приобретенным правом.

*Пример 4.* Свop договор (контракт).

1 июля компания заключает с банком договор, по которому в течение трех лет стороны раз в квартал рассчитывают разницу между рыночной ценой 1 млн. долларов США в рублях и фиксированной суммой 28 млн. рублей (цена 1 млн. долларов США по курсу 28 руб. за доллар США). Если рыночная цена превышает фиксированную, платеж разницы осуществляет банк, если фиксированная больше рыночной — разницу уплачивает компания.

Помимо того, что Закон № 281-ФЗ ввел в Закон о рынке ценных бумаг понятие ПФИ, установлены обязанности некоторых профессиональных участников рынка ценных бумаг в отношении заключения договоров, являющихся ПФИ, предназначенных для квалифицированных инвесторов, обозначены особенности заключения договоров, являющихся ПФИ. К настоящему времени сформировано лишь фрагментарное регулирование рынка ПФИ. Его основу составляют положения Закона о рынке ценных бумаг, Налогового кодекса РФ и Положения о видах производных финансовых инструментов, утвержденного приказом Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР России) от 4 марта 2010 года № 10-13/пз-н, а также некоторых иных правовых актов. Однако законодатель не установил особых правил для использования ПФИ участниками рынка. В том числе за рамками регулирования остались вопросы, связанные с таким явлением, как конфликт интересов.

Несколько раз я обсуждал проблему с коллегами и услышал мнение о том, что на современном этапе формирования законодательства о ПФИ она неактуальна. Полагаю все же, что промедление с выработкой общих правил, направленных на предупреждение, выявление конфликтов интересов, а также на определение адекватных правовых последствий таких конфликтов, может привести к подрыву доверия инвесторов к данному рынку в целом, что иллюстрируют примеры из практики на рынках Германии, Англии, США, Японии.

Остановимся на некоторых из них.

*Пример 5.* Из практики суда высшей инстанции ФРГ — дело, связанное с добросовестным отношением финансовой организации к своему клиенту в ситуации «конфликта интересов».

Компания Ille Papier Service приобрела у Deutsche Bank процентный своп в 2005 году, чтобы ограничить процентные платежи по кредитам. Продукт был достаточно сложным и включал, в частности, плавающую ставку, зависевшую от спреда между двух- и 10-летними ставками денежного рынка Euribor. В феврале 2005 года банк посоветовал компании купить своп, так как по прогнозу банка процентные ставки должны были существенно измениться. Такое изменение, по мнению банка, принесло бы компании дополнительные деньги и позволило бы уменьшить процентные платежи. Свои риски банк застраховал с помощью опционов.











В-третьих, практически невозможно доказать причинно-следственную связь, то есть что именно нарушение правила о недопущении конфликта интересов стало причиной возникновения убытков.

Смоделируем пример.

*Пример 9.* Управляющая компания нарушила правило о недопущении конфликта интересов.

Управляющая компания «Лучшая компания», действуя как доверительный управляющий имуществом завода, заключила «невыгодный» ПФИ с инвестиционной компанией «Лучшая компания». В результате исполнения ПФИ имущество завода уменьшилось на 1 млн. рублей. Завод выявил рассматриваемую сделку, его юристы получили указание подготовить иск о взыскании убытков. После анализа документов юристы завода выяснили следующее.

- Управляющая компания «Лучшая компания» и инвестиционная компания «Лучшая компания» входят в группу «Лучшая компания», но акционеры у этих двух компаний разные. Доказать противоречие между имущественными и иными интересами управляющей компании «Лучшая компания» и (или) его работников и завода при заключении ПФИ не представляется возможным.

- Доказать нарушение управляющей компанией «Лучшая компания» условий договора доверительного управления крайне затруднительно.

- Доказать точный размер убытков весьма сложно.

- Документально обосновать причинно-следственную связь между заключением управляющей компанией «Лучшая компания» ПФИ и убытками завода невозможно.

В связи с этим юристы подготовили справку руководству завода об отсутствии перспектив соответствующего иска. Иск завод не подавал.

В связи с изложенным логичными выглядят данные СПС «КонсультантПлюс» относительно споров между клиентами и брокерами или управляющими в связи с нарушением правила о недопущении конфликта интересов: таких споров не было<sup>11</sup>.

\* \* \*

В последние годы обсуждается проблема расширения внутреннего финансового рынка, в том числе привлечения на российский рынок массовых инвестиций. В связи с этим поднимается вопрос об усилении защиты прав инвестора на финансовом рынке.

Представляется, что отсутствие механизмов противодействия возникновению конфликтов интересов, а также определения адекватных правовых последствий таких конфликтов — это значительное упущение российского законодателя.

Проблема носит комплексный характер и должна решаться посредством введения системных механизмов, направленных на предотвращение неправомерного использования конфликта интересов. Основная работа должна вестись по четырем направлениям.

<sup>11</sup> По состоянию на 10 ноября 2011 года.

1. Представляется целесообразным введение в законодательство о производных финансовых инструментах повышенных требований к исполнению профессиональными участниками финансовых рынков обязательств перед клиентами по сравнению с обычными предпринимательскими отношениями, так как в отношениях клиентов и профессиональных участников клиент является слабой стороной. На уровне закона следует прямо установить обязанность профессиональных участников действовать добросовестно в интересах клиента, не допуская конфликта интересов. Профессиональные участники обязаны предпринимать все возможные разумные усилия, чтобы избежать конфликта интересов, в том числе конфликта интересов двух и более клиентов.

2. Должно быть уточнено понятие «конфликт интересов» таким образом, чтобы оно охватывало все основные ситуации на финансовых рынках. При этом целесообразно использовать международный опыт.

3. Должны совершенствоваться правила раскрытия информации, включая раскрытие информации о связанных сторонах. Профессиональные участники финансовых рынков обязаны раскрывать своим клиентам информацию обо всех аффилированных лицах, прежде всего лицах, входящих в одну группу с данной управляющей компанией. В случае возникновения любой ситуации, когда возможен конфликт интересов, управляющая компания обязана раскрыть информацию клиентам. В случае конфликта интересов управляющий обязан раскрыть информацию соответствующим клиентам и предпринять все усилия для прекращения данного конфликта.

4. Необходимо обеспечить исполнение обязанности по недопущению конфликта интересов корпусом норм, определяющих правовые последствия возникновения такого конфликта. Представляется целесообразным использовать различные правовые последствия — от отказа в защите требования «нарушителя» и требования о необходимости раскрытия информации до применения административной ответственности и введения особых правил гражданско-правовой ответственности<sup>12</sup>.

В противном случае меры будут малоэффективными и права и интересы инвестора на российском финансовом рынке останутся незащищенными.

**А. СЕЛИВАНОВСКИЙ,**  
доцент кафедры  
предпринимательского права НИУ ВШЭ,  
кандидат юридических наук

<sup>12</sup> Представляется обоснованным мнение М. Ясуса о необходимости безотлагательного отхода от классического понимания возмещения ущерба, предусмотренного ГК РФ, для отношений, складывающихся на финансовом рынке. — См.: Ясус М. О необходимости установления специальной ответственности за нарушение законодательства о ценных бумагах // *Хозяйство и право*, 2011, № 5, с. 70–77.