

С.В. ЛЬВОВА

# КВАЛИФИЦИРОВАННЫЙ ИНВЕТОР: ОПЫТ, РЕАЛЬНОСТЬ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Монография

ЮСТИЦ  ИНФОРМ

УДК 336.76  
ББК 65.236  
Л89

**Рецензенты:**

**Тимофеев Станислав Владимирович** — декан юридического факультета Института экономики, управления и права Российского государственного гуманитарного университета, доктор юридических наук, профессор

**Благодир Алла Леонтьевна** — профессор Института экономики, управления и права Российского государственного гуманитарного университета, доктор юридических наук, доцент

**Львова С.В.**

Л89 Квалифицированный инвестор: опыт, реальность и перспективы: монография / С.В. Львова. — М.: Юстицинформ, 2020. — 124 с.

ISBN 978-5-7205-1605-5

Настоящая монография — это первое комплексное исследование института квалифицированного инвестора, в рамках которого на доктринальном уровне рассмотрена правовая природа этого понятия, проанализированы процедурные вопросы признания физического лица квалифицированным инвестором. Дана оценка наиболее часто встречающимся ошибкам в практике квалификации на примере признания физических лиц квалифицированными инвесторами конкретным брокером — ПАО НБ ТРАСТ.

Книга адресована магистрам, аспирантам, преподавателям юридических специальностей вузов, а также специалистам в области рынка ценных бумаг.

**Ключевые слова:** квалифицированный инвестор, институт квалифицированного инвестора, знания, опыт, риск, заявитель, претендент на статус квалифицированного инвестора, решение о признании квалифицированным инвестором, Банк России.

УДК 336.76  
ББК 65.236

ISBN 978-5-7205-1605-5

© ООО «Юстицинформ», 2020

# ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>Введение.....</b>	<b>8</b>
<b>Глава 1. Квалифицированный инвестор: истоки понятия.....</b>	<b>11</b>
1.1. Инвестор на рынке ценных бумаг как особый субъект гражданского права .....	11
1.2. Институт квалифицированного инвестора в зарубежных странах .....	16
1.3. Фундаментальные основы правовой природы квалифицированного инвестора .....	25
1.3.1. «Опыт» и «знания» как неотъемлемый атрибут понятия «квалифицированный инвестор».....	26
1.3.2. Риск – как неотъемлемая составляющая понятия «квалифицированный инвестор» .....	27
1.3.3. Субъективный подход к пониманию квалифицированного инвестора .....	31
1.3.4. Объективный подход к пониманию квалифицированного инвестора .....	33
<b>Глава 2. Правовая природа признания физического лица         квалифицированным инвестором .....</b>	<b>36</b>
2.1. Общие положения о признании физического лица квалифицированным инвестором как особой формы делегирования публичных полномочий.....	36
2.2. Передача полномочий по квалификации как особый случай делегирования публичных полномочий частному субъекту.....	39
2.3. Установление правил признания лица квалифицированным инвестором как феномен делегирования нормотворчества.....	44
2.4. Субделегирование нормотворческих полномочий по квалификации.....	47
<b>Глава 3. Основания для признания физического         лица квалифицированным инвестором.....</b>	<b>52</b>

3.1. Общие положения об основаниях и правилах квалификации.....	52
3.2. Основания для присвоения статуса квалифицированного инвестора физическому лицу.....	56
3.2.1. «Владельческий ценз» как основание для квалификации .....	57
3.2.2. Ценз «трудового опыта» как основание для квалификации .....	60
3.2.3. Опыт сделок с ценными бумагами как основание для квалификации .....	63
3.2.4. «Имущественный ценз» как основание для квалификации .....	68
3.2.5. «Образовательный ценз» как основание для квалификации .....	71
<b>Глава 4. Процедурные вопросы при признании физического лица квалифицированным инвестором .....</b>	<b>73</b>
4.1. Регламенты о признании лиц квалифицированными инвесторами как один из основных руководящих документов при квалификации .....	73
4.2. Заявление о признании лица квалифицированным инвестором как основной документ для старта квалификации.....	75
4.3. Проверка представленных претендентом документов как обязательная часть процедуры квалификации .....	79
4.4. Решение о признании лица квалифицированным инвестором как результат квалификации .....	86
<b>Глава 5. Опыт и перспективы квалификации физических лиц .....</b>	<b>88</b>
5.1. Практика квалификации на примере ПАО НБ ТРАСТ: итоги и ошибки.....	88
5.1.1. Ошибка № 1: Банк – инициатор квалификации .....	88
5.1.2. Ошибка № 2: Формальное соблюдение требований законодательства .....	90

---

5.1.3. Ошибка № 3: Квалификация при отсутствии приложений к заявлению о квалификации.....	91
5.1.4. Ошибка № 4: Исполнитель квалификации – не сотрудник полномочного профучастника .....	92
5.2. Сравнительная характеристика этапов квалификации.....	93
5.3. Перспективы института квалифицированного инвестора .....	96
5.3.1. Квалификация по-новому... «категоризация» вместо признания .....	97
5.3.2. Две категории неквалифицированных инвесторов..	97
5.3.3. Две группы квалифицированных инвесторов .....	99
5.3.4. «Закрытый перечень сделок» как одна из новелл законопроекта .....	101
5.3.5. Статус особо защищаемого квалифицированного инвестора каждому желающему как одна из новелл законопроекта.....	103
5.3.6. Пробелы законодательства, требующие урегулирования .....	104
<b>Заключение.....</b>	<b>106</b>
<b>Библиографический список.....</b>	<b>110</b>

## ВВЕДЕНИЕ

Защита права собственности и инвестиций — основная конституционная обязанность государства. Реализация этой обязанности применительно к рынку ценных бумаг была объявлена в качестве приоритетной задачи еще при утверждении Правительством РФ «Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года». Опыт санации банков за последние годы показал, что одной из самых незащищенных категорий инвесторов, как ни странно это звучит, являются именно квалифицированные инвесторы. Практика рассмотрения дел по искам держателей кредитных нот показала, например, что ПАО НБ ТРАСТ (далее — Банк, НБ ТРАСТ), будучи заинтересованным в реализации высокорисковых финансовых инструментов — кредитных нот, выпуск которых он сам организовал и обеспечивал, в качестве квалифицированных инвесторов признавал обычных вкладчиков — своих клиентов. И это носило массовый характер. По сведениям из различных источников СМИ и данных, почерпнутых из материалов гражданских дел, физическим лицам, признанным в НБ ТРАСТ квалифицированными инвесторами, в общей сложности было реализовано кредитных нот на сумму около 16 млрд рублей. После введения в декабре 2014 г. в Банке процедуры санации и списания субординированных займов, кредитные ноты, за счет выпуска которых и были привлечены эти займы, утратили свое обеспечение, а потому их держатели — физические лица, лишились всех вложенных в них инвестиций. В ходе рассмотрения гражданских дел были вскрыты многочисленные факты формального подхода к признанию физических лиц квалифицированными инвесторами. Видимо, именно на эту практику ссылался Банк России описывая «существовавшие случаи формального подхода к признанию физических лиц квалифицированными инвесторами, когда путем заключения между каждым из них и финансовой организацией сделок купли-продажи ценных бумаг для подтверждения установленных законодательством критериев для квалификации, на счета депо клиентов зачислялись ценные бумаги на сумму немногим более 3 млн ру-

блей с целью фиксации владения на конец дня и списываемых на следующий день» [92].

Учитывая имеющийся негативный опыт признания физических лиц квалифицированными инвесторами, когда в зоне риска оказываются граждане-вкладчики, владеющие суммами свыше 6 млн рублей, которым в условиях существования пробелов в регулировании, под предлогом заботы о повышении их уровня благосостояния, предлагаются высокорисковые финансовые инструменты, как это было в ситуации с НБ ТРАСТ, проблема защиты прав инвесторов через установление жестких правил квалификации стоит как никогда остро. И в этой связи вопросы о сути и общих принципах функционирования института квалифицированного инвестора, который когда-то, более 10 лет назад позиционировался инициатором законодательной инициативы в качестве защиты неквалифицированных инвесторов, приобретают особую актуальность. Особую важность и значение тема квалифицированного инвестора приобретает и в связи с проводимой реформой категоризации физических лиц на основании законопроекта № 618877-7 «О внесении изменений в ФЗ № 39-ФЗ и отдельные законодательные акты РФ» [23], направленного, как указывается в Пояснительной записке, на категоризацию инвесторов — физических лиц, повышение уровня доверия граждан к финансовому рынку с целью дальнейшего притока частных инвестиций в экономику [23].

Настоящая монография — это попытка раскрыть сущность понятия «квалифицированный инвестор» через применение семантического и доктринального подхода к толкованию таких философских категорий, воспринятых правом, как «знания», «опыт» и «риск», являющихся фундаментальными для понимания сути исследуемого предмета. Анализ доктрины позволил классифицировать имеющиеся подходы российских ученых к толкованию термина «квалифицированный инвестор». Читателю предлагается исследование, в котором дается оценка не только сути правовой природы такого специфического субъекта права как квалифицированный инвестор, но и анализируются с точки зрения доктрины и практики основания для приобретения этого статуса, сути

самого процесса признания лица квалифицированным инвестором, а также анализируется практика применения данного института на примере квалификации в НБ ТРАСТ. Предлагается формулировка понятия «претендент на статус квалифицированного инвестора (заявитель)» и самого понятия «квалифицированный инвестор», а также обозначены проблемные вопросы в правовом регулировании этого института.

Относительно структуры монографии необходимо сказать, что первые главы более теоретизированы и их наличие обусловлено необходимостью доктринального осмысления статуса квалифицированного инвестора, что продиктовано судебной практикой. В последующем, при рассмотрении процедурных вопросов признания физического лица квалифицированным инвестором, сделан более практический уклон на основе анализа фактического материала из адвокатского досье автора, связанного с присвоением статуса квалифицированного инвестора физическим лицам в НБ ТРАСТ.

# ГЛАВА 1.

## КВАЛИФИЦИРОВАННЫЙ ИНВЕСТОР: ИСТОКИ ПОНЯТИЯ

### 1.1. Инвестор на рынке ценных бумаг как особый субъект гражданского права

С конца 80-х гг. XX столетия понятие «инвестор» уверенно вошло в общественный лексикон. Термин «инвестор» — широко употребляемое слово, имеющее свой след в многочисленных словарях, энциклопедиях. Например, в юридической энциклопедии под инвестором (англ. investors) понимается любое лицо, осуществляющее инвестиции, занимающееся инвестиционной деятельностью [114].

Этимологические исследования термина «инвестор» носят дискуссионный характер [37, с. 4], однако вне зависимости от конкретной точки зрения о языке его происхождения, смысл значения остается единым. Большинство исследователей придерживается позиции, что его происхождение имеет западноевропейские корни и термин «инвестор» обязан английскому термину investor, что означает «вкладчик, инвестор» [42, с. 22].

Феномен «инвестора», «инвестиционной деятельности», «инвестиций» не обделен вниманием ни прессы, ни юридического сообщества, в том числе и ученых. Можно констатировать, что дискуссии вокруг института инвестиций в целом не утихают и представляют интерес как у представителей науки, так и специалистов — практиков.

Последние годы характеризуются всплеском законотворческой активности как в области инвестиционной деятельности, так и в области рынка ценных бумаг. Анализ действующего законодательства в области инвестиционной деятельности показал, что около 780 законов так или иначе упоминают инвестиции, инвестиционную деятельность, инвестиционную программу и другие

созвучные термины. Помимо этого, существует огромное количество других нормативных правовых актов — от Указов Президента РФ и Постановлений Правительства РФ до ведомственных нормативных правовых актов. К сфере инвестиционной деятельности впору применить «регуляторную гильотину», принципы которой сейчас реализуются в области государственного контроля и надзора.

Однако при всем многообразии нормативных актов в области инвестиционной деятельности отсутствует главное — нет четкого и понятного понятийного аппарата, что выливается в проблемы правоприменения.

Вопросы инвестиций, инвестиционных правоотношений, а также определения понятия и сути инвестора как основного участника инвестиционной деятельности всегда отличались дискуссионностью как в научной среде экономистов, так и юристов. Одним из спорных вопросов является вопрос об уяснении сути понятия «инвестор», о различиях, которые существуют между универсальным инвестором и инвестором на рынке ценных бумаг.

Инвестор — это субъект с особым правовым статусом, понятие которого на законодательном уровне дано не совсем четко. Общий тон рассуждений таких ученых как И.Ю. Ткаченко [83], В.В. Бочаров, Р.Г. Попова [54], В.Н. Лившиц, П.А. Виленский, Т.А. Серебряков [76] и С.А. Смоляк [55] сводится к характеристике инвестора в качестве субъекта инвестиционной деятельности, осуществляющего вложения.

Н.Г. Семилютина под «инвестором как участником инвестирования рассматривает лицо, которое осуществляет вложение ресурсов, т.е. инвестор становится инвестором лишь тогда, когда он размещает капитал в производство как средство получения им дохода» [77, с. 36].

А.В. Майфат определяет инвестора как «субъекта, передающего имущество (инвестиции) в собственность другого лица с целью получения в будущем материальной выгоды (дохода), которая может быть создана в результате предпринимательской или иной деятельности получившего имущество субъекта (или связанных с

ним третьих лиц), и не имеющего правовой возможности участвовать в процессе использования инвестиций и получения дохода» [65, с. 7].

М.Г. Холкина характеризует инвестора в качестве «субъекта гражданского права, осуществляющего на свой риск вложения или имеющего намерение по вложению собственных, заемных или привлеченных средств в объекты предпринимательской и других видов деятельности в целях получения прибыли и/или достижения иного положительного эффекта в будущем без возможности самостоятельного (прямого) участия в деятельности принимающего лица по использованию вложенных средств (организатора инвестирования) или третьих лиц, связанных с указанным лицом, в порядке, предусмотренном гражданским законодательством РФ» [86]. Соглашаясь с вышеуказанной позицией, отметим, что применительно к понятию, так называемого, универсального инвестора, когда в этом качестве может выступать любой субъект — от физического лица до государства и применительно к любой сфере деятельности среди целей инвестиций не всегда может преследоваться экономический эффект. В Федеральном законе от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений», под инвестициями понимаются денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта (ст. 1) [9]. Семантическое толкование вышеуказанного приема законодателя, применившего союз «или» в вышеуказанной норме и фактически таким образом поставив знак равенства между предпринимательской деятельностью и деятельностью, направленной на получение любого полезного эффекта, означает, что законодатель исходил из того, что инвестиции не всегда преследуют цель получения прибыли. Данная позиция прослеживается и в другом нормативном акте, который, безусловно, относится к одному из основных источников инвестиционного права — Законе РСФСР от 26.06.1991 № 1488-1 «Об инвестиционной деятель-

ности в РСФСР» (далее — Закон № 1488-1)» [13], где в качестве субъекта инвестиционной деятельности называется государство (п. 2 ст. 2). Применительно к участию государства в инвестиционной деятельности, например, в форме бюджетных инвестиций, говорить о цели инвестирования исключительно с точки зрения направленности инвестиций на получение прибыли или достижения другого экономического эффекта, не совсем уместно, так как это противоречит сути участия государства в инвестиционной деятельности. Цель инвестиционной деятельности, и в первую очередь публичного субъекта, не всегда сводится к цели получения экономической выгоды. Зачастую такие субъекты преследуют цели получения положительного социального эффекта, что отражается в ряде программ, финансируемых за счет бюджетных средств, например, социальных программ, программ развития образования, науки, медицины, чего невозможно достичь без вложения инвестиций.

По справедливому указанию А.В. Майфата, «инвестор является субъектом с особым правовым статусом, ибо с одной стороны, он не является предпринимателем, но его статус отличается и от обычного субъекта гражданского оборота, поскольку он опосредованно участвует в предпринимательской деятельности организатора инвестирования и должен принимать на себя часть рисков, связанных с такой деятельностью. А с другой стороны, инвестор не является потребителем» [65, с. 8], из чего исходит и судебная практика.

Так, Судебная коллегия по гражданским делам Верховного Суда РФ в своем Определении от 18.07.2017 по делу № 18-КГ17-83, рассматривая вопрос о правильности применения норм материального права судами, применившими законодательство о защите прав потребителей к инвестору, со ссылками на «пункт 1 постановления Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 28 июня 2012 г. № 17 «О рассмотрении судами гражданских дел по спорам о защите прав потребителей» указала, что «согласно преамбуле Закона о защите прав потребителей, этот закон регулирует отношения, возникающие между потребителями и изготовителями, исполнителями, продавцами при продаже товаров (выполнении работ, оказании услуг). Потребителем является гражданин,

имеющий намерение заказать или приобрести либо заказывающий, приобретающий или использующий товары (работы, услуги) исключительно для личных, семейных, домашних и иных нужд, не связанных с осуществлением предпринимательской деятельности» [30]. Как вытекает из выводов вышеуказанного Определения и устоявшейся на сегодняшний момент практики Верховного суда РФ по данному вопросу, «обязательным условием признания гражданина потребителем является приобретение таким гражданином товаров (работ, услуг) исключительно для личных (бытовых) нужд, не связанных с осуществлением предпринимательской деятельности» [29, 30], к которой, по мнению суда, приравнивается экономическая деятельность, связанная с инвестированием и направленная при этом на получение дохода.

Основной закон — ФЗ «О рынке ценных бумаг» [8], регулирующий отношения, возникающие при эмиссии и обращении ценных бумаг, более 100 раз использующий термин «инвестор», не дает его понятия. Отсутствует легальное определение понятия инвестора на рынке ценных бумаг и в других законодательных актах, в том числе, и в так называемых основных профильных законах, относящихся к регулированию инвестиционных отношений в области рынка ценных бумаг — Законе № 1488-1 и Федеральном законе от 05.03.1999 № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» [10], нормы которого применяются к особой группе инвесторов — физическим и юридическим лицам, объектом инвестирования которых являются эмиссионные ценные бумаги.

Я.М. Миркин под «инвестором» на фондовом рынке предлагает понимать «лицо, обладающее излишком денежных средств и вкладывающее их в ценные бумаги» [66, с. 324]. Систематизируя участников фондового рынка, А.Н. Буренин называет инвесторами лиц, приобретающих ценные бумаги [45, с. 13].

Р.М. Исеев в качестве разграничителя понятий универсального инвестора и инвестора на рынке ценных бумаг предлагает использовать объект инвестиций. По его мнению, универсальный инвестор — «это лицо, осуществляющее инвестиции, вкладывающее средства в развитие рынка товаров, работ и услуг. инве-

стор на рынке ценных бумаг — лицо, вкладывающее средства в ценные бумаги, в портфельные инвестиции» [56, с. 17]. Целиком и полностью соглашаясь с данной позицией, стоит отметить, что Р.М. Исеев, давая характеристику универсального инвестора, исходит только из «вложений» инвестиций в объект инвестиционной деятельности» [56, с. 18]. Между тем в соответствии с п. 2 ст. 1 Закона РСФСР от 26.06.1991 № 1488-1 понятие инвестиционной деятельности шире и включает в себя не только вложение инвестиций, но и деятельность — практические действия по реализации инвестиций. Именно это и отличает универсального инвестора от инвестора на рынке ценных бумаг. Первый может не только вкладывать, но и участвовать в инвестиционной деятельности. Например, физическое лицо — универсальный инвестор, может инвестировать денежные средства в создание программного продукта и самостоятельно создать эту программу с целью ее реализации на рынке. Инвестор — физическое лицо на рынке ценных бумаг лишен возможности совершать действия по реализации инвестиций. Не случайно практика и теория фондового рынка разделяет инвесторов на две категории — индивидуальных и институциональных. Первые осуществляют вложения собственных или заемных средств в конкретные объекты — ценные бумаги. А вторые, являясь как правило профессиональным участником рынка ценных бумаг, фактически выступают посредниками, объединяют капиталы и осуществляют инвестиционную деятельность с целью получения дохода. Однако в ФЗ № 39-ФЗ разделение инвесторов на индивидуальных и институциональных отсутствует. Из положений ст. 51.2 ФЗ № 39-ФЗ вытекает, что все инвесторы на рынке ценных бумаг условно разделяются на две категории: квалифицированные инвесторы и все остальные — неквалифицированные.

## **1.2. Институт квалифицированного инвестора в зарубежных странах**

Институт квалифицированного инвестора появился в России сравнительно недавно. Обосновывая необходимость введения на рынке ценных бумаг нового субъекта — квалифицированного

инвестора, Правительство РФ [15] ссылалось на международный опыт. Банк России спустя 10 лет после этого в качестве обоснования нового подхода к категорированию и определению перечня инструментов для инвестирования в своем докладе [92] также прибег к анализу международного опыта на примере таких стран как Бразилия, страны Европейского союза и Мексика.

Изложенное позволяет констатировать не только актуальность, но и потребность в исследовании опыта применения института квалифицированного инвестора в зарубежных странах с тем, чтобы позаимствовать лучшие результаты этого опыта и внедрить его в российское законодательство.

В Бразилии под квалифицированным инвестором понимается такой инвестор, который за счет образования, опыта и капитала приобрел навык или способность оценивать риск финансовых вложений. Категории квалифицированных инвесторов определяются в Инструкции МВО № 554- категории инвесторов [95], принятой Комиссией по ценным бумагам [96]. Из положений законодательства Бразилии вытекает, что к отдельной категории инвесторов, так же, как и по законодательству РФ, относят профессиональных инвесторов — закрытый перечень из восьми видов юридических лиц, к которым, в частности, относятся:

I — финансовые учреждения и другие учреждения, уполномоченные работать на Центральный Банк Бразилии;

II — страховые компании и инвестиционные фонды;

III — открытые и закрытые частные пенсионные фонды;

IV — физические или юридические лица, финансовые инвестиции которых составляют сумму более чем 10 000 000,00 (десять миллионов реалов) и дополнительно подтвердившие в письменной форме, что обладают достаточными знаниями о финансовых рынках и понимают последствия неприменения правовых и регулятивных защит, предоставляемых инвесторам, которые не являются квалифицированными;

V — инвестиционные фонды;

VI — инвестиционные клубы, при условии, что управляющим портфеля ценных бумаг, является лицо, уполномоченное на это комиссией по ценным бумагам;