

**Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ
НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
при ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

На правах рукописи

Травин Георгий Денисович

Правовой статус инвестора на рынке ценных бумаг — физическое лица в праве России и США

Шифр научной специальности: 5.1.3.

«Частно-правовые (цивилистические) науки»

Диссертация

на соискание ученой степени

кандидата юридических наук

Научный руководитель:

Зайцев Владимир Васильевич,

доктор юридических наук, профессор,

заслуженный юрист Российской Федерации

Москва – 2026

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	3
ГЛАВА 1. ИНВЕТОР НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ – ФИЗИЧЕСКОЕ ЛИЦО: ПОНЯТИЕ И ОСОБЕННОСТИ ПРАВОВОГО ПОЛОЖЕ- НИЯ.....	30
1.1. Понятие инвестора на рынке ценных бумаг – физического лица и его ме- сто в системе субъектов рынка ценных бу- маг.....	30
1.2. Инвестор на рынке ценных бумаг – физическое лицо как субъект специ- альной правовой защиты.....	48
1.3. Специальные гарантии прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг – физических лиц.....	68
ГЛАВА 2. КАТЕГОРИЗАЦИЯ ИНВЕТОРОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУ- МАГ – ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ КАК ЭЛЕМЕНТ ИХ ПРАВОВОГО СТАТУ- СА.....	101
2.1. Категории инвесторов на рынке ценных бумаг в Российской Федера- ции.....	101
2.2. Категории инвесторов на рынке ценных бумаг в США.....	137
2.3. Сравнительно-правовой анализ моделей категоризации инвесторов в Российской Федерации и США.....	153
Заключение	168
Список использованных нормативных правовых актов и научной литерату- ры.....	186

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы диссертационного исследования. В современных условиях в Российской Федерации все больше граждан становятся инвесторами на рынке ценных бумаг, рассматривая его инструменты как способ приумножения сбережений и формирования пенсионных накоплений. Развитие финансовых технологий и появление новых финансовых инструментов (криптовалюты, деривативы, сложные инвестиционные продукты) расширяют возможности для инвестиций не только со стороны крупных компаний или владельцев многомиллиардных состояний, но и для лиц, обладающих небольшими в масштабах экономики финансовыми ресурсами. Рост числа неопытных инвесторов повышает вероятность мошенничества, манипулирования рынком и иных недобросовестных практик.

Сложность и запутанность структуры многих финансовых инструментов затрудняют понимание рисков и перспектив инвестиций, что может приводить к принятию неверных решений, особенно вероятных для неквалифицированных инвесторов¹. Существующие механизмы защиты прав физических лиц — инвесторов на рынке ценных бумаг (судебная защита, регулирование деятельности брокеров и управляющих компаний, раскрытие информации) не всегда оказываются эффективными и не позволяют в полной мере защитить таких инвесторов от необоснованных потерь и компенсировать понесенные убытки. Однако рискованность и недостаточное правовое регулирование, хоть и служат сдерживающими факторами для отдельных потенциальных инвесторов, для большинства неквалифицированных инвесторов не

¹ Подр. см.: Чечин В.В. Инвестиционные предпочтения частных инвесторов как основа принятия решения на рынке ценных бумаг дис. ... канд. экон. наук. Новосибирск, 2017. 150 с.

выступают заградительными барьерами для их прихода на рынок ценных бумаг².

Одним из источников притока капитала на рынок ценных бумаг являются сбережения домохозяйств, все большее количество которых выбирают именно ценные бумаги для вложения свободных денежных средств³. Основной причиной этого является рост доступности инвестирования для обычных граждан. Речь идет в первую очередь о простоте и доступности торговли на бирже с помощью онлайн-брокеров, которые берут минимальную комиссию за совершение операций и предоставляют доступ к торгам практически в любое время с помощью мобильных приложений⁴.

Проблематика определения правового статуса физического лица как участника гражданского оборота традиционно рассматривается в отечественной цивилистике через категории субъективных прав, законных интересов и механизмов их обеспечения. Как отмечают С.С. Алексеев, Е.А. Суханов, В.В. Зайцев, развитие новых форм имущественного оборота неизбежно требует уточнения правового положения субъектов соответствующих отношений и формирования специальных правовых механизмов защиты их интересов. В современных условиях рынок ценных бумаг становится самостоятельной сферой реализации имущественной автономии граждан, что ставит вопрос о достаточности существующих правовых конструкций для определения статуса физического лица-инвестора и обеспечения баланса между свободой инвестирования и необходимостью защиты инвестора как участника гражданского оборота.

Эксперты по-разному оценивают причины прихода на российский рынок ценных бумаг нового поколения инвесторов. Например, Г.Ф. Ручкина

² Подр. см.: Земцов А.А., Цибульникова В.Ю. О защите прав розничных инвесторов в сегменте российского рынка ценных бумаг // Вестник Томского государственного университета. Экономика. 2016. № 3 (35). С. 107 – 123.

³ Подр. см.: Островская Н.Б. Правовой статус розничного инвестора в условиях усиления роли финансового рынка в финансировании трансформации экономики Российской Федерации // Финансовое право. 2025. № 2. С. 24 – 26.

⁴ Пионером подобного формата и «лидером революции на фондовом рынке» считается американская компания Robinhood.

обоснованно связывает приход большого количества российских частных инвесторов на рынок ценных бумаг со следующими факторами: доступная возможность входа на организованный рынок ценных бумаг; в «материальном» смысле понятная дивидендная политика эмитентов ценных бумаг, способствующая получению дополнительных доходов инвестора в зависимости от успешности экономической деятельности эмитента; «агрессивная» реклама онлайн-сервисов отдельных брокеров; удобство и простота онлайн-сервисов для инвесторов⁵.

Тем не менее, как уже отмечалось, риск потери денежных средств на рынке ценных бумаг экстремально велик. Большинство частных инвесторов прекращают инвестиционную деятельность в течение первого года участия на рынке и вынуждены покидать рынок, фиксируя потери⁶. К непосредственным торгам на рынке ценных бумаг допускаются только его профессиональные участники. Поэтому простые граждане вынуждены либо передавать свои средства управляющему, либо обращаться к услугам брокеров, чтобы иметь возможность самостоятельно выбирать объекты инвестирования⁷. Таким образом, брокерские организации выступают обязательным посредником при доступе физических лиц к рынку ценных бумаг.

Основными предпосылками для такого вывода выступают: во-первых, неосведомленность или искаженное представление о механизмах функционирования рынка ценных бумаг⁸ и, во-вторых, зависимость от финансовых посредников⁹. Особое значение приобретает договорная природа отношений

⁵ Ручкина Г.Ф. Противоправные практики на рынке ценных бумаг: к вопросу совершенствования правового регулирования // Банковское право. 2022 № 1. С. 23.

⁶ Морозова Н.Е., Аль-Згуль С.Х. Совершенствование механизма защиты частных инвесторов на финансовом рынке РФ // Международный научно-исследовательский журнал. 2017. № 4 (58), ч. 3 (58). С. 103.

⁷ Мухаметшин Т.Ф. Актуальные проблемы защиты прав инвесторов на рынке ценных бумаг (на примере брокерской деятельности банков) // Хозяйство и право. М., 2008. №12. С. 3–21.

⁸ См., напр.: Прозоров Х.Х. Российский рынок ценных бумаг: тенденции развития, финансовая грамотность и защита частных инвесторов // Современная конкуренция. 2016. № 6 (60). С. 51.

⁹ См., напр.: Никоненко В.А. Особенности регулирования торгового посредничества на рынке ценных бумаг // Экономика и бизнес: теория и практика. 2020. № 5-3.

физического лица – инвестора на рынке ценных бумаг с брокером, поскольку именно через договор о брокерском обслуживании реализуется доступ гражданина к рынку ценных бумаг и одновременно формируется основная зона правовых рисков¹⁰.

Обеспечение прав и законных интересов физических лиц — инвесторов на рынке ценных бумаг является основной задачей регулятора на рынке ценных бумаг. На необходимость защиты интересов физических лиц — инвесторов на рынке ценных бумаг обращал внимание и Президент Российской Федерации В.В. Путин в рамках совещания по развитию банковской сферы, призвав к «защите интересов людей, которые вкладывают свои деньги в рынок ценных бумаг, но при этом не являются профессиональными инвесторами»¹¹.

Все эти характеристики применимы к оценке ситуации как на российском рынке ценных бумаг, так и на рынках иных стран. Вывод о повышенной уязвимости физических лиц — инвесторов на рынке ценных бумаг является ведущим фактором, обуславливающим актуальность выбранной темы диссертационного исследования.

Другой аспект диссертационного исследования – его направленность на проведение сравнительного анализа с правовым регулированием и практикой Соединенных Штатов Америки (далее – США) – обусловлен рядом объективных факторов: значительным объемом (капитализацией) и ролью американского рынка ценных бумаг, долгой историей формирования рынка ценных бумаг в этой стране, значительным влиянием американского опыта правового регулирования на применяемые правовые инструменты в других странах, в том числе и в России. Также следует отметить наличие применительно к США большой научной литературы по анализу правового регулирования и обеспечения функционирования рынка ценных бумаг страны, нали-

¹⁰ Васильев М.Б. Брокерский договор на рынке ценных бумаг Российской Федерации : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. М., 2006. 20 с.

¹¹ Совещание о ситуации в банковской сфере – Президент России: официальный сайт / Главная / События – URL: <http://www.kremlin.ru/events/president/news/64955> (дата обращения: 15.06.2026).

чие устоявшихся институтов и практик и, как следствие, становление американской модели инвестирования происходило в течение длительного периода времени¹², за который рынок ценных бумаг из сравнительно нишевого явления для состоятельных граждан превратился в значимый элемент не только экономики, но и в яркий общественный феномен культуры и образа жизни, получивший свое отражение в литературе и кино¹³. Обозначенные и целый ряд иных факторов обуславливают интерес именно к американской модели рынка ценных бумаг, актуальность анализа правового регулирования и практики применяемых на нем инструментов для развития отечественного рынка ценных бумаг.

Значимость защиты прав и законных интересов граждан на рынке ценных бумаг, рассматриваемая в правовой науке с самых ранних этапов его развития, продолжает сохранять актуальность, обуславливает потребность анализа с учетом институциональных изменений, новелл в правовом регулировании и применением новых информационных технологий. Отмеченное направление выступает одним из приоритетных направлений государственной политики в сфере правового регулирования экономики¹⁴.

Цель и задачи диссертационного исследования. Цель исследования заключается в выявлении содержания правового статуса инвестора на рынке

¹² Шваб Ч. Инвестиционная революция: Как мы сделали биржу доступной каждому / Ч. Шваб. – Москва: Альпина Паблишер, 2020. 220 с.

¹³ См., напр.: книги Кутзее Дж. М. «В ожидании варваров» (М.: Эвербук, 2023), Вульфа Т. «Костры тщеславия» (англ. «*The Bonfire of the Vanities*», Farrar, Strauss, Giroux, 1987) и Льюиса М. «Игра на понижение» (М.: Альпина Паблишер, 2020), которые впоследствии были успешно экранизированы, а также фильмы «Предел риска» (Myriad Pictures, Venaroya Pictures, Before the Door Pictures, 2011) и дилогию «Уолл-стрит» (American Entertainment Partners, Amercent Films, 1987). Знаковыми для общественного восприятия следует признать освещение недобросовестных практик на рынке ценных бумаг в фильмах «Бойлерная» («*Boiler Room*», New Line Cinema, 2000) и «Волк с Уолл-стрит» (англ. «*The Wolf of Wall Street*», Paramount Pictures, 2013). Также следует отметить такие произведения как «Одураченные случайностью. Скрытая роль шанса на рынках и в жизни» Нассима Талеба (SmartBook, 2021) и «Кванты. Как волшебники заработали миллиарды и чуть не обрушили фондовый рынок» Скотта Паттерсона (2014). Художественная драматичность представленных произведений побуждает к анализу механизмов регулирования рынка ценных бумаг и инструментов защиты, прежде всего, «рядовых», юридически выражаясь, «неквалифицированных» инвесторов.

¹⁴ Зайцев В.В. Признание и обеспечение прав личности как основное направление развития современного гражданского права // Современное право. 2024. № 11. С. 79.

ценных бумаг – физического лица¹⁵ в Российской Федерации и США, определении его характеризующих признаков, места в системе субъектов рынка ценных бумаг, особенностей и классификации, а также выработке предложений по совершенствованию правового регулирования статуса физических лиц – инвесторов, гарантий их прав и законных интересов.

Достижение поставленной цели предполагает решение следующих задач:

- определить понятие физического лица – инвестора на рынке ценных бумаг, выявить его основные признаки и установить соотношение понятий «физическое лицо – инвестор на рынке ценных бумаг», «розничный инвестор», «неквалифицированный инвестор» и «квалифицированный инвестор»;

- выявить особенности правового положения физического лица – инвестора на рынке ценных бумаг во взаимоотношениях с профессиональными участниками рынка ценных бумаг в Российской Федерации и США и установить соотношение категорий «физическое лицо – инвестор на рынке ценных бумаг» и «потребитель»;

- выявить систему специальных гарантий прав и законных интересов физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, действующую в Российской Федерации и США, определить особенности ее функционирования и место в структуре правового статуса физического лица – инвестора на рынке ценных бумаг;

- определить критерии разграничения категорий инвесторов и финансовых инструментов в праве Российской Федерации, а также выявить особенности их правового регулирования;

- исследовать правовое значение категоризации инвесторов в Российской Федерации как элемента правового статуса физического лица – инвестора на рынке ценных бумаг;

¹⁵ По тексту также используется формулировка «физическое лицо – инвестор на рынке ценных бумаг».

– определить критерии разграничения категорий инвесторов и доступных им финансовых инструментов в праве США, а также выявить особенности их правового регулирования;

– исследовать правовое значение категоризации инвесторов в США как элемента правового статуса физического лица – инвестора на рынке ценных бумаг.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования выступают общественные отношения, возникающие при осуществлении физическими лицами – инвесторами инвестиций на рынке ценных бумаг, включая права и обязанности таких инвесторов, возникающие в связи с получением доступа к совершению операций с отдельными категориями финансовых инструментов, их приобретением, продажей или заключением, а также отношения в рамках взаимодействия с брокерскими организациями.

В связи с этим правовой статус физического лица – инвестора рассматривается не только через факт участия в инвестиционной деятельности, но и через совокупность его прав, обязанностей, ограничений и гарантий, возникающих во взаимодействии с профессиональными участниками рынка ценных бумаг¹⁶.

Предметом диссертационной работы выступают нормы отраслевого российского и зарубежного законодательства, подзаконные нормативные акты, судебные прецеденты, правоприменительная практика и доктринальные исследования, посвященные вопросам правового регулирования рынка ценных бумаг Российской Федерации и США. Среди актуальных факторов, характеризующих предмет исследования, следует отметить усложнение правового регулирования инвестиционной деятельности, актуализацию потребностей, необходимость нахождения баланса между минимизацией мошеннических действий на рынке ценных бумаг, с одной стороны, и заинтересованностью экономики страны в привлечении на рынок ценных бумаг как можно

¹⁶ Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве / под ред. Е.А. Суханова. М. : ЮрИнфоР, 1996. 448 с.

большого объема находящихся у рядовых граждан и во многих случаях крайне неэффективно используемых финансовых средств, с другой¹⁷. Проведенный в диссертации анализ различных аспектов проблематики исследования позволяет определить современное состояние российского рынка ценных бумаг, выделить направления по повышению качества его правового регулирования.

Степень научной разработанности темы диссертационного исследования и круг использованных источников.

Активная деятельность регулятора и интерес общественности к проблематике неминуемо сопровождается, предвосхищается, а часто и предопределяется, ее обсуждением в научном сообществе. Сразу стоит отметить, что в силу специфики рассматриваемого вопроса как находящегося на стыке правоведения и экономики многие публикации юристов имеют экономическую направленность, а, напротив, в публикациях профессиональных экономистов содержатся элементы юридического анализа. Причиной этому является изучение учеными-экономистами влияния возникновения и усиления гарантий защиты прав и законных интересов физических лиц — инвесторов на рынке ценных бумаг на динамику привлечения дополнительного капитала на отечественный рынок ценных бумаг.

Отдельные вопросы, затрагивающие тему настоящей диссертации, выступали в качестве предмета исследований Б.И. Алехина, З.Б. Алдатовой, С.Х. Аль-Згуль, И.А. Анцибор, К.М. Беликовой, Н.Б. Болдыревой, М.Б. Васильева, О.В. Васильевой, И.В. Ветрова, Т.Б. Вилковой, М.М. Вильдановой, С.Б. Гладковой, И.Г. Горловской, Д.Е. Дробовой, М.Д. Ефремовой, Д.А. Жилюк, А.А. Земцова, С.М. Исмаиловой, Р.К. Канатова, Н.Д. Крылатковой, М.В. Кузнецова, С.В. Львовой,

¹⁷ См., напр.: Кроливецкая С.М. Роль квалифицированных инвесторов в инновационно-инвестиционном развитии социально-экономических систем // Научные труды Северо-Западного института управления. 2014. Т. 5. № 3 (15). С. 116. Эта тенденция является устойчивой, по данным Центробанка РФ, по состоянию на 2025 г. объем сбережений в банках достиг 55,9 трлн рублей (в среднем более 1 млн рублей на человека). Около 9 % населения страны держат дома более 18 трлн рублей.

Н.Е. Морозовой, Т.Ф. Мухаметшина, В.А. Никоненко, В.С. Петрищева, Е.А. Разумовской, Л.Г. Решетниковой, С.А. Румянцева, А.Ю. Селивановского, А.Ю. Скороход, М.Б. Тогузовой, М.К. Треушникова, Ю.Б. Фогельсона, Е.Н. Фролкиной, С.А. Хабарова, С.В. Хухорева, В.Ю. Цибульниковой и ряда других.

Ряду аспектов правового регулирования рынка ценных бумаг также посвящены диссертационные исследования на соискание ученой степени кандидата наук, в число которых вошли работы: О.В. Васильевой «Правовое регулирование деятельности коммерческого банка как профессионального участника рынка ценных бумаг в Российской Федерации» (М., 2005); М.Б. Васильева «Брокерский договор на рынке ценных бумаг Российской Федерации» (М., 2006); Т.Ф. Мухаметшина «Гражданско-правовое регулирование брокерской деятельности банков в Российской Федерации» (М., 2007); М.Г. Холкиной «Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг» (Владивосток, 2009); А.В. Габова «Проблемы гражданско-правового регулирования отношений на рынке ценных бумаг» (М., 2010); М.В. Кузнецова «Договорные формы осуществления профессиональной деятельности участника рынка ценных бумаг» (М., 2012); М.Б. Тогузовой «Правовое регулирование отношений сторон брокерского договора» (Владикавказ, 2012); В.Н. Лисицы «Гражданско-правовой режим регулирования инвестиционных отношений, осложненных иностранным элементом» (Новосибирск, 2013); Д.Е. Матыцина «Дистанционные инвестиционные сделки: регулирование взаимных интересов и защита прав участников» (Волгоград, 2023).

Вместе с тем значительная часть исследований посвящена либо отдельным объектам рынка ценных бумаг, либо деятельности профессиональных участников, тогда как правовой статус физического лица – инвестора как самостоятельная гражданско-правовая конструкция раскрыт фрагментарно. Представляется, что научные работы и диссертационные исследования, посвященные разным составляющим правового регулирования рынка ценных бумаг, не раскрывают в полной мере общую проблематику регулирования

правового статуса физических лиц — инвесторов на рынке ценных бумаг и особенностей защиты их прав и законных интересов.

Теоретическую основу исследования составили научные труды ведущих российских правоведов, специалистов в области гражданского права, финансового права, а также целый ряд работ ведущих отечественных и иностранных экономистов. В частности, при проведении настоящего исследования использовались работы ведущих отечественных цивилистов, таких как: С.С. Алексеев, М.М. Богуславский, Е.А. Борисова, М.В. Брагинский, В.В. Витрянский, Д.И. Дедов, В.В. Зайцев, О.В. Зайцев, В.П. Звекон, Б.М. Клименко, В.М. Корецкий, П.В. Крашенинников, В.Н. Лисица, А.Г. Лисицын-Светланов, С.Н. Лебедев, И.И. Лукашук, Л.А. Лунц, Л.Ю. Михеева, Е.А. Суханов, Е.Е. Фролова, С.В. Черниченко, В.Ф. Яковлев и др.

Применительно к теме исследования большинство работ направлено на отражение ситуации с защитой прав физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг путем рассмотрения совокупности отдельных аспектов защиты прав инвесторов как единой системы (независимо от объекта инвестирования). В этой связи стоит назвать таких исследователей, как: Б.И. Алехин, И.А. Анцибор, С.Б. Гладкова, Д.Е. Дробов, М.Д. Ефремова, В.В. Зайцев, А.А. Земцов, В.С. Петрищев, С.А. Румянцев, А.С. Селивановский, М.К. Треушников, Е.Н. Фролкина, В.Ю. Цибульникова и др.

В условиях активной законопроектной работы над новыми редакциями Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и ряда указаний Банка России наиболее разработанной представляется проблема категоризации инвесторов. Данная тема стала предметом исследований С.Х. Аль-Згуль, В.А. Белова, А.А. Богустова, Н.Б. Болдыревой, М.М. Вильдановой, А.В. Габова, Б.М. Гонгало, И.Г. Горловской, И.А. Дегтяревой, Д.А. Жилюк, С.В. Львовой, Н.Е. Морозовой, Л.Г. Решетниковой, А.Ю. Скороход, С.А. Хабарова и др.

Регулирование брокерской деятельности и требования к ее осуществлению были рассмотрены в работах З.Б. Алдатовой, О.В. Васильевой,

И.В. Ветрова, Т.Б. Вилковой, С.М. Исмаиловой, Р.К. Канатова, Н.Д. Крылаткова, Т.Ф. Мухаметшина, В.А. Никоненко, Е.А. Разумовской, Н.Г. Семилютиной и др., а анализу правовой сущности договора о брокерском обслуживании были посвящены исследования К.М. Беликовой, М.Б. Васильева, М.В. Кузнецова, М.Б. Тогузовой, А.Ю. Селивановского, С.В. Хухорева и др.

Изучением защиты прав физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг как потребителей финансовых услуг занимались А.Г. Гузнов, М.Д. Ефремова, З.В. Каменева, Е.Д. Митяй, В.С. Петрищев, С.А. Румянцев, Ю.Б. Фогельсон, Е.В. Черникова и др.

Маржинальное кредитование, начиная с введения его регулирования в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в 2014 г., также находилось под пристальным вниманием научного сообщества. Оно стало предметом изучения Ю.Р. Абиловой, Э.Ж. Бальбурова, Я.В. Бацун, Э.С. Емельяновой, М.А. Калистратова, Д.Ю. Натуры, Р.В. Пластинина, Д.Г. Чернышкина и др.

Кроме того, ряд авторов в работах чисто экономического характера рассматривают процесс трансформации сбережений в инвестиции, особенности поведения розничных инвесторов и их взаимодействия с профессиональными участниками рынка ценных бумаг, а также политику государства по вовлечению домохозяйств на рынок ценных бумаг. В их числе Е.Р. Безсмертная, Ю.А. Данилов, Н.А. Звягинцева, А.М. Парфенова и др.

Использование сравнительно-правового метода в исследовании предполагает необходимость обращения к обширному количеству источников на языке страны, правовая система которой исследуется. Ряд вопросов, связанных с правовым регулированием и функционированием рынка ценных бумаг, а также изучением физических лиц — инвесторов на рынке ценных бумаг как отдельной категории раскрыт в работах англоязычных ученых таких как: С. Бернштейн (*S. Bernstein*), Б. Блэк (*B. Black*), К. Браммер (*C. Brummer*), К.Л. Форд (*C.L. Ford*), Г.М. Фридман (*H.M. Friedman*), Х.Э. Джексон (*H.E. Jackson*), Д.С. Лангевоорт (*D.C. Langevoort*), Х. Мур (*H. Moore*), У. Родригес

(*U. Rodrigues*); Ф. Смит (*F. Smith*), Дж. Тауб (*J. Taub*), К.М. Шэлби (*C.M. Shelby*), и др. Также своей практической значимостью интересны работы: У. Баффета (*W. Buffett*), Б. Грэхема (*B. Graham*), Д. Каннемана (*D. Kahneman*), Ч. Шваба (*Ch. Schwab*), А. Тверски (*A. Tversky*) и др.

Методологическая основа исследования представлена широким диапазоном применяемых методов исследования общенаучного, междисциплинарного и частно-научного характера. В качестве наиболее востребованных методов исследования следует обозначить: историко-правовой и сравнительно-правовой методы для понимания конкретных условий формирования действующего правового регулирования и процесса его эволюции, а равно восприятия прошлого опыта; статистический метод для изучения практики реализации мер по защите инвесторов; методы группировки и обобщения данных с целью аккумуляции достаточного для проведения исследования объема информации и ее упорядочения; формально-логический и структурно-системный методы для изучения рассматриваемых вопросов во всем многообразии взаимосвязанных правовых отношений и обоснования сделанных выводов. Кроме того, также были использованы такие общенаучные методы, как обобщение и абстрагирование, анализ и синтез, индукция и дедукция; междисциплинарные методы классификации и системного подхода; а также такие частно-научные методы, как формально-юридический метод и метод правовой интерпретации.

Правовую основу исследования составили нормативно-правовые акты Российской Федерации, среди которых Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», Гражданский кодекс и иные законы, регулирующие вопросы защиты прав и законных интересов физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, подзаконные нормативные акты, в частности, указания Банка России, посвященные регулированию отдельных вопросов, связанных с правовым статусом физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, а также судебная практика Верховного Суда Российской Федерации, практика судов общей юрисдикции и арбитражных судов Российской Федерации. Зако-

нодательство США в сфере регулирования рынка ценных бумаг также составило информационную основу исследования.

Основой правового регулирования деятельности на рынке ценных бумаг выступает комплекс важнейших нормативных правовых актов, которые можно сгруппировать по следующим блокам, направленным на:

– регулирование рынка ценных бумаг (Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (несмотря на то, что многие его положения в части обеспечения защиты прав инвесторов носят декларативный характер, данный акт также содержит ряд требований, призванных обеспечить финансовую устойчивость профессиональных участников рынка ценных бумаг, и устанавливает общие правила взаимодействия между финансовыми посредниками и их клиентами, в том числе и в части осуществления брокерской деятельности) и Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»);

– регулирование инвестиционной деятельности (Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений» и Закон РСФСР «Об инвестиционной деятельности в РСФСР», а также Федеральный закон «Об иностранных инвестициях»);

– защиту прав инвесторов (Федеральный закон «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком...»).

Формирование нормативно-правовой базы функционирования рынка ценных бумаг, включая защиту прав неквалифицированных инвесторов, также осуществляется государством путем передачи полномочий по регулированию отдельных аспектов осуществления деятельности на таком рынке саморегулируемым организациям его профессиональных участников, которые разрабатывают и принимают обязательные для своих участников нормативные документы¹⁸. Такие стандарты, в свою очередь, после подготовки их тек-

¹⁸ В настоящий момент реестр саморегулируемых организаций финансового рынка содержит 16 организаций, однако только одна из них является объединением с участием брокер-

ста должны быть направлены на утверждение в Банк России, в том числе для проверки их соответствия обозначенным выше нормативным актам. Соответственно, для членов Национальной ассоциации участников фондового рынка (далее – НАУФОР) действуют «Базовый стандарт совершения брокером операций на фондовом рынке» и «Базовый стандарт защиты прав и интересов (для брокеров)».

До недавнего времени действовали стандарты Национальной финансовой ассоциации (далее – НФА) – «Базовый стандарт корпоративного управления для брокеров, дилеров, управляющих, депозитариев, регистраторов», «Базовый стандарт защиты прав и интересов физических и юридических лиц-получателей финансовых услуг, оказываемых членами саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка, объединяющих брокеров» и «Базовый стандарт совершения брокером операций на финансовом рынке». Однако в 2022 году НФА приняла решение об отказе от статуса саморегулируемой организации с переходом ранее состоявших в ней членов в НАУФОР. При этом редакции стандартов, действовавших для членов НАУФОР, и редакции стандартов, действовавших для членов НФА на момент прекращения ее деятельности, были идентичны.

Информационная база исследования. Задача защиты прав и законных интересов физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, в частности неквалифицированных инвесторов, дополнительно возложена на национального регулятора «Целями и принципами регулирования рынка ценных бумаг» (от англ. – «*Objectives and Principles of Securities Regulation*»), разработанными в 2013 г. Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO)¹⁹, в которую также входит Банк России. Указанный акт также

ров и имеет базовые стандарты, направленные на регулирование брокерской деятельности.

¹⁹ Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) (англ. – «*International Organization of Securities Commissions*») – международная финансовая организация, объединяющая национальные органы регулирования рынка ценных бумаг. IOSCO занимается разработкой стандартов регулирования национальных рынков ценных бумаг.

содержит указание на необходимость специального регулирования банкротства финансового посредника и закрепляет общую обязанность финансовых посредников действовать в интересах своих клиентов²⁰.

Аналогичные программные положения ранее содержались в разработанной по поручению Президента и утвержденной в форме распоряжения Правительства «Концепции долгосрочного социально-экономического развития России на период до 2020 г.», принятой еще в 2008 г., а также в Стратегии-2020, разработанной для замены стремительно утратившей актуальность в связи с мировым кризисом Концепции-2020, но так и не утвержденной на уровне нормативного акта.

Еще до истечения срока, на который были рассчитаны оба документа, в связи с сохранением актуальности рассматриваемых положений они получили дальнейшее развитие в Указе Президента Российской Федерации «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации до 2024 года» и были повторно утверждены в Указе Президента Российской Федерации «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года», а также в «Стратегии повышения финансовой грамотности в Российской Федерации на 2017 – 2023 гг.», на смену которой, в свою очередь, пришла «Стратегия повышения финансовой грамотности и формирования финансовой культуры до 2030 года».

Защита прав потребителей и инвесторов была включена также в перечень мероприятий по развитию финансового рынка всех последовательно сменявших друг друга пяти ревизий публикуемых Банком России «Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации».

В более долгосрочной перспективе планируется осуществление гармонизации законодательства в сфере рынка ценных бумаг стран-членов

²⁰ Objectives and Principles of Securities Regulation – IOSCO: official website / Publications – URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf> (дата обращения: 15.06.2026).

Документ «Цели и принципы регулирования рынков ценных бумаг» (IOSCO Principles) является основой для регулирования национальных рынков ценных бумаг в большинстве развитых стран.

Евразийского экономического союза (далее – ЕАЭС), в частности правил о защите прав потребителей финансовых услуг и требований к брокерской деятельности²¹.

Обоснованность и достоверность результатов исследования обеспечивается формированием сделанных в его рамках выводов на основании анализа и толкования использованного широкого спектра нормативно-правовых и правоприменительных актов, судебной практики и доктринальных источников Российской Федерации и США, выбор которых был осуществлен с учетом цели, задач и методологии исследования.

Научная новизна исследования определяется тем, что правовой статус физического лица – инвестора на рынке ценных бумаг рассматривается как комплексная гражданско-правовая конструкция, объединяющая его правовое положение как субъекта гражданского оборота, зависимость от финансового посредника, специальный режим доступа к финансовым инструментам и гарантии защиты прав и законных интересов. В ходе исследования сформулировано определение смежного рассматриваемому понятию «розничный инвестор», не носящего нормативный характер, но имеющего высокую теоретическую и практическую значимость.

На основании проведенного сравнительно-правового исследования категоризации физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг Российской Федерации и США, особенностей их правового положения и специальных гарантий их прав и законных интересов предложены рекомендации по совершенствованию положений законодательства о правовом статусе физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг Российской Федерации для обеспечения защиты их прав и законных интересов.

На защиту выносятся следующие положения и выводы, обладающие элементами научной новизны:

²¹ Канатов Р.К. Система требований, предъявляемых к осуществлению брокерской деятельности на рынке ценных бумаг: гармонизация законодательства стран ЕАЭС // Евразийская адвокатура. 2017. № 2 (27). С. 108 – 109.

1. Доказано отсутствие в действующем российском законодательстве единой правовой категории, позволяющей определить круг физических лиц, нуждающихся в специальных механизмах защиты на рынке ценных бумаг. Используемые законодателем категории «неквалифицированный инвестор», «неквалифицированный инвестор, успешно прошедший тестирование» и «квалифицированный инвестор» предназначены для регулирования доступа к финансовым инструментам, однако не позволяют определить круг лиц, обладающих общими особенностями правового положения во взаимоотношениях с профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

Установлено, что используемые в законодательстве категории неквалифицированного и квалифицированного инвестора характеризуют объем допуска лица к финансовым инструментам, тогда как категория розничного инвестора характеризует его правовой статус во взаимоотношениях с профессиональными участниками рынка ценных бумаг и поэтому может использоваться в качестве основы для формирования специальных механизмов защиты прав физических лиц на рынке ценных бумаг.

В связи с этим предложено авторское определение понятия «розничный инвестор» как физического лица, осуществляющего инвестирование на рынке ценных бумаг через брокера или доверительного управляющего вне рамок профессиональной инвестиционной деятельности. Обосновано, что именно категория розничных инвесторов позволяет объединить физических лиц, относимых законодательством к различным категориям инвесторов, но обладающих общими признаками правового положения, связанными с зависимостью от финансового посредника, информационной асимметрией и потребностью в специальных механизмах правовой защиты.

Положение, выносимое на защиту, соответствует пунктам 6 и 18 паспорта научной специальности 5.1.3 «Частно-правовые (цивилистические) науки».

2. На основании сравнительно-правового анализа установлено, что физическое лицо – инвестор на рынке ценных бумаг обладает признаками сла-

бой стороны правоотношения с профессиональным участником рынка вследствие информационной асимметрии, отсутствия специальных знаний и зависимости от действий финансового посредника при получении доступа к финансовым инструментам.

Доказано, что российский и американский подходы к защите физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг используют различные юридические механизмы обеспечения их интересов. В Российской Федерации защита осуществляется преимущественно посредством специальных требований к деятельности брокера и ограничений доступа к отдельным финансовым инструментам, при этом за физическим лицом – инвестором на рынке ценных бумаг не признается статус потребителя и не распространяются предусмотренные законодательством о защите прав потребителей специальные гарантии. Указанный подход сформирован судебной практикой при отсутствии прямого законодательного запрета на признание физического лица – инвестора на рынке ценных бумаг потребителем финансовой услуги.

В США физические лица – инвесторы на рынке ценных бумаг рассматриваются в качестве самостоятельной категории потребителей брокерских услуг, что предопределяет существование специальных механизмов административной и правовой защиты их интересов. Тем самым установлено, что различие между российской и американской моделями состоит не в признании либо непризнании инвестора слабой стороной правоотношения, а в выборе правовых средств обеспечения его защиты.

Положение, выносимое на защиту, соответствует пунктам 12 и 36 паспорта научной специальности 5.1.3 «Частно-правовые (цивилистические) науки».

3. Сформирован вывод о возможности рассмотрения специальных гарантий прав и законных интересов физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг Российской Федерации при оказании им брокерских услуг в качестве системы, которая включает:

- обязанность раскрытия существенных условий договора о брокерском обслуживании и связанных с ним рисков;
- запрет мисселинга и совершения брокером опережающих сделок;
- предоставленные Банку России полномочия по ограничению совершения операций и заключения отдельных договоров в случае нарушения требований к раскрытию информации либо несоответствия клиента установленным критериям доступа;
- деятельность экспертных советов по защите прав и интересов розничных инвесторов при Банке России.

Одновременно обоснована недостаточная эффективность механизмов защиты, закрепленных в нормативных актах и рекомендациях саморегулируемых организаций, вследствие отсутствия у последних общеобязательной силы и ограниченного круга субъектов их применения.

На основе исследования законодательства США сделан вывод о функционировании специальных гарантий прав физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг при оказании брокерских услуг в качестве системы, которая включает:

- комплексную обязанность брокера действовать в наилучших интересах клиента;
- общий запрет недобросовестных практик и злоупотреблений, связанных с использованием информационного преимущества;
- функционирование механизма страхования и компенсации денежных средств и ценных бумаг, размещённых на брокерских счетах.

Положение, выносимое на защиту, соответствует пунктам 10, 29 и 32 паспорта научной специальности 5.1.3 «Частно-правовые (цивилистические) науки».

4. Установлено, что модель категоризации физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг основана на сочетании трех правовых режимов:

- статуса неквалифицированного инвестора, применяемого по общему правилу;

– режима доступа неквалифицированного инвестора, успешно прошедшего тестирование применительно к конкретному финансовому инструменту;

– статуса квалифицированного инвестора, предоставляемого при соответствии установленным законом требованиям.

Первоначально категоризация основывалась на оценке способности инвестора на рынке ценных бумаг воспринимать информацию о финансовом инструменте и нести связанные с ним риски, что выражается в использовании критериев знаний, опыта и финансовой устойчивости лица. В условиях санкционных ограничений произошло изменение функционального назначения института категоризации инвесторов на рынке ценных бумаг. Ограничение доступа к отдельным финансовым инструментам стало определяться не только характеристиками самого инвестора и уровнем инвестиционного риска, присущего отдельному виду финансовых инструментов, но и инфраструктурным риском, связанным с внешними ограничениями обращения, учета и реализации прав по соответствующим финансовым инструментам.

Обоснован вывод о фактическом формировании в российском праве дополнительного критерия категоризации инвесторов, не связанного непосредственно с уровнем их подготовки или финансовой устойчивостью. В результате институт категоризации инвесторов трансформировался из механизма оценки готовности инвестора к принятию риска в инструмент ограничения доступа к отдельным сегментам финансового рынка в целях обеспечения устойчивости финансовой инфраструктуры.

Положение, выносимое на защиту, соответствует пунктам 10, 29 и 32 паспорта научной специальности 5.1.3 «Частно-правовые (цивилистические) науки».

5. Доказано, что российская модель защиты физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг основана преимущественно на ограничении инвестиционной свободы, а не на расширении системы субъективных прав инвестора и гарантий их реализации. Это проявляется в отсутствии специально-

го правового статуса физического лица – инвестора, широком использовании механизмов категоризации и тестирования в качестве средств ограничения доступа к финансовым инструментам, а также в установлении запретов на совершение отдельных операций независимо от фактического уровня подготовки инвестора. В результате обеспечение устойчивости финансового рынка и снижение рисков профессиональных участников рынка в ряде случаев получают приоритет над задачей расширения инвестиционных возможностей и защиты прав инвестора.

Одним из проявлений такого подхода является ограничение возможности неквалифицированных инвесторов совершать отдельные виды операций, в том числе открывать короткие позиции, несмотря на отсутствие существенных различий в уровне риска по сравнению с рядом разрешенных операций. В результате механизмы защиты инвестора фактически трансформируются в механизмы ограничения его инвестиционной активности.

Положение, выносимое на защиту, соответствует пунктам 6 и 15 паспорта научной специальности 5.1.3 «Частно-правовые (цивилистические) науки».

6. Установлено, что модель категоризации физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг США основана на сочетании двух правовых режимов, в соответствии с которыми любое лицо по умолчанию обладает статусом неаккредитованного инвестора, а для приобретения статуса аккредитованного инвестора необходимо соответствовать одному из установленных законом требований.

Доступ аккредитованных инвесторов к отдельным финансовым инструментам обусловлен не снижением уровня риска таких инструментов, а законодательным допущением того, что наличие определенного имущественного положения, профессиональных знаний либо доступа к корпоративной информации позволяет инвестору самостоятельно компенсировать недостаток раскрываемой информации. Тем самым американская модель за-

щиты инвесторов основана преимущественно на регулировании информационной асимметрии, а не на ограничении инвестиционной активности.

Положение, выносимое на защиту, соответствует пунктам 6 и 15 паспорта научной специальности 5.1.3 «Частно-правовые (цивилистические) науки».

7. Выявлено внутреннее противоречие американской модели защиты физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, обусловленное несопадением критериев отнесения лица к категории аккредитованных инвесторов и целей соответствующего правового регулирования. Установлено, что предоставление лицу статуса аккредитованного инвестора основывается на презумпции его способности самостоятельно воспринимать, анализировать и оценивать риски финансовых инструментов без применения специальных механизмов государственной защиты. Вместе с тем основными критериями получения такого статуса продолжают выступать размер имущества и уровень дохода, которые характеризуют финансовое положение лица, но сами по себе не позволяют достоверно судить о наличии у него специальных знаний, инвестиционного опыта или способности принимать обоснованные инвестиционные решения.

Доказано, что используемые в праве США имущественные критерии аккредитации выполняют преимущественно функцию оценки способности инвестора нести возможные убытки, а не функцию оценки его способности понимать риски финансового инструмента. Вследствие этого доступ к отдельным видам финансовых инструментов предоставляется на основании предположения о наличии у инвестора необходимых компетенций, которое не следует непосредственно из установленных законом критериев. Тем самым происходит подмена критерия инвестиционной компетентности критерием финансовой состоятельности, что не всегда обеспечивает достижение заявленной цели защиты инвесторов.

Кроме того, установлено, что данное противоречие усиливается особенностями информационного режима финансовых инструментов, предна-

значенных исключительно для аккредитованных инвесторов. Законодательство США допускает существенное сокращение объема обязательного раскрытия информации применительно к таким инструментам, исходя из предположения о способности инвестора самостоятельно оценивать соответствующие риски. Однако возможность такой оценки объективно зависит от наличия достаточного объема информации об объекте инвестирования. В результате правовая конструкция аккредитованного инвестора фактически предполагает способность инвестора принимать обоснованные инвестиционные решения в условиях ограниченного информационного обеспечения, что снижает эффективность используемой модели защиты прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг.

Положение, выносимое на защиту, соответствует пунктам 6 и 15 паспорта научной специальности 5.1.3 «Частно-правовые (цивилистические) науки».

Теоретическая и практическая значимость исследования.

Теоретическая и практическая значимость исследования определяется авторскими выводами и рекомендациями, которые могут быть использованы для совершенствования правового регулирования рынка ценных бумаг, развития рынка ценных бумаг Российской Федерации и розничного инвестирования, а также обеспечения защиты прав и законных интересов и дополнительных инвестиционных возможностей физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг Российской Федерации.

Сформированы следующие рекомендации по совершенствованию действующего в Российской Федерации регулирования рынка ценных бумаг в сфере категоризации инвесторов на рынке ценных бумаг и защиты прав и законных интересов физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг Российской Федерации:

– введение специального регулирования договора о брокерском обслуживании на уровне законодательства и закрепление минимальных гарантий соблюдения интересов клиентов, аналогичный эффект могло бы иметь вве-

дение требования об обязательной регистрации брокером типовых условий оказания брокерских услуг в Банке России, которым бы этот документ дополнительно проверялся на соблюдение прав и законных интересов клиентов;

– введение разграничения между использованием маржинальной торговли, с одной стороны, для открытия короткой позиции, то есть займом ценных бумаг или иных финансовых инструментов с их последующей продажей, не увеличивающей уровень риска, и, с другой стороны, открытием длинной позиции с использованием собственных средств для увеличения объема длинной позиции, то есть займом денежных средств;

– закрепление специальных гарантий прав и законных интересов физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг при оказании им брокерских услуг, в настоящее время закрепленных в нормативных актах и рекомендациях саморегулируемых организаций, которые не имеют обязательной силы и применяются только в отношении членов данных саморегулируемых организаций, на уровне подзаконных нормативных актов Банка России.

Проведенное сравнительно-правовое исследование свидетельствует о целесообразности дальнейшего использования отдельных элементов американской модели категоризации инвесторов, в частности более дифференцированного применения имущественных критериев при определении статуса квалифицированного инвестора.

Кроме того, представленные выводы могут использоваться в образовательной деятельности при подготовке специалистов рынка ценных бумаг в сфере брокерской деятельности.

Структура диссертации в полной мере отражает логику исследования и позволяет последовательно представить нормативный и фактологический материал, положенный в основу работы. Диссертация включает в себя введение, две главы, содержащие шесть параграфов, заключение, содержащее основные выводы и рекомендации по совершенствованию правового регулиро-

вания, а также список использованных нормативных правовых актов, судебных решений и научной литературы.

Во введении представлены обязательные для диссертационного исследования основные структурные элементы, включающие актуальность и степень научной разработанности темы, ее научную и практическую значимость, преследуемые в ходе исследования цели и задачи, раскрытие предмета, объекта и методологии проведенной научной работы, а также сформулированы выносимые на защиту положения, обладающие элементами научной новизны.

В первой главе определены категории, используемые законодателем для регулирования правового статуса физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, представлено авторское определение отсутствующего в нормативных правовых актах исследуемых стран понятия «розничный инвестор», проведено соотношение понятий, используемых законодателем в актах нормативного и ненормативного характера, для правового и экономического регулирования области розничного инвестирования, рассмотрена такая особенность правового статуса физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, как неприменимость к ним законодательства о защите прав потребителей в Российской Федерации, изучен порядок защиты прав розничных инвесторов посредством автономной системы защиты прав потребителей брокерских услуг в США. Также в первой главе представлен сравнительно-правовой анализ специфики правового регулирования специальных гарантий прав физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг и рассмотрено правовое регулирование, направленное на: а) предотвращение мисселинга (недобросовестные практики продаж, содержащие искажение информации о финансовом продукте); б) ликвидацию информационной диспропорции; в) предотвращение и минимизацию ущерба от возникновения конфликта интересов, а также иные гарантии прав и законных интересов физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг в Российской Федерации и США.

Во второй главе исследуется специфика классификации физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг в правовом регулировании рынка ценных бумаг Российской Федерации и США через сравнительно-правовой анализ таких категорий физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, как «неквалифицированный инвестор», «неквалифицированный инвестор, успешно прошедший тестирование» и «квалифицированный инвестор» (в Российской Федерации) и «неаккредитованный инвестор» и «аккредитованный инвестор» (в США).

В заключении диссертации в сжатой форме показаны итоги проведенного исследования, обоснованы основные выводы относительно принятых в Российской Федерации и США регуляторных подходов к определению правового статуса физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, защиты и обеспечения их прав и законных интересов, дальнейшего развития правового регулирования классификации инвесторов на рынке ценных бумаг, правоотношений с брокерами и роли в нем ненормативного понятия «розничный инвестор».

Диссертационное исследование подготовлено в соответствии с паспортом научной специальности 5.1.3. «Частно-правовые (цивилистические) науки»». Тема исследования, вынесенные на защиту положения и применявшаяся методология в полной мере соответствуют указанному паспорту.

Апробация результатов исследования. Представленные в работе и вынесенные на защиту основные положения диссертации были рассмотрены, одобрены и рекомендованы к защите центром экономического правосудия Института государственной службы и управления РАНХиГС при Президенте Российской Федерации. Итоги исследования, ряд экспертных оценок по результатам анализа российского законодательства по регулированию рынка ценных бумаг, обеспечения защиты физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг и современной правоприменительной практики, представлены в публикациях автора.

Перечень публикаций автора:

I. Основные выводы и положения исследования были опубликованы в статьях автора, размещенных в рецензируемых научных журналах и изданиях, входящих в перечень Высшей аттестационной комиссии при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации:

1. Травин Г.Д. «Розничный инвестор» в доктрине и законодательстве / Г.Д. Травин // Современное право. – 2025. – № 9. – С. 54-60.

2. Травин Г.Д. Раскрытие информации как критерий доступности финансовых инструментов в праве РФ и США: сравнительно-правовое исследование / Г.Д. Травин // Власть закона. – 2024. – №3 (59). – С. 249-259.

3. Травин Г.Д. Как усовершенствовать категоризацию розничных инвесторов в России? / Г.Д. Травин // Государственная служба. – 2024. – №1 (147). – С. 86-91 (на англ. языке).

4. Молодыко К.Ю., Травин Г.Д. Рубежи признания розничного инвестора потребителем / Г.Д. Травин // Закон. – 2022. – № 12. – С. 84-94 (Молодыко К.Ю. – написал текст статьи объемом 0,6 п. л.; Травин Г.Д. – написал текст статьи объемом 0,6 п. л.).

5. Травин Г.Д. Правовые проблемы системы защиты неквалифицированных инвесторов – физических лиц на рынке ценных бумаг Российской Федерации / Г.Д. Травин // Государственная служба. – 2021. – №3 (131). – С. 46-53.

ГЛАВА 1. ИНВЕСТОР НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ — ФИЗИЧЕСКОЕ ЛИЦО: ПОНЯТИЕ И ОСОБЕННОСТИ ПРАВОВОГО ПОЛОЖЕНИЯ

1.1. Понятие инвестора на рынке ценных бумаг – физического лица и его место в системе субъектов рынка ценных бумаг

Прежде всего, следует отметить использование законодателем различной терминологии применительно к инвесторам на рынке ценных бумаг²².

В актах нормативного характера закреплены категории «неквалифицированных инвесторов», в частности «неквалифицированных инвесторов, успешно прошедших тестирование» и «квалифицированных инвесторов». К неквалифицированным инвесторам с учетом положений Федерального закона «О рынке ценных бумаг» по остаточному принципу относятся лица, которые не являются неквалифицированными инвесторами, успешно прошедшими тестирование, или квалифицированными инвесторами. Регулирование не содержит определения ни одной из данных категорий, но устанавливает формальные критерии отнесения лиц к неквалифицированным инвесторам, успешно прошедшим тестирование, и квалифицированным инвесторам. Соответствие или несоответствие данным критериям и позволяет определить категорию, к которой инвестор должен быть отнесен²³ (ст. 3.1 и 51.2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»). При этом данные критерии, а сле-

²² Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве / под ред. Е.А. Суханова. М. : ЮрИнфоР, 1996. 448 с.

²³ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»: Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации, 1996. № 17. Ст. 1918.

довательно и категории, в отношении которых они установлены, в равной степени применимы как к физическим, так и к юридическим, лицам.

В свою очередь, в актах ненормативного характера, в том числе в стратегических «Основных направлениях развития финансового рынка ...»²⁴ и в содержащих анализ отраслевой статистической информации «Обзорах ключевых показателей брокеров ...»²⁵, Банк России фокусируется именно на необходимости защиты или отслеживании статистики, связанной с «розничными инвесторами».

Законодательно определенного (легального) определения самого понятия «розничный инвестор», несмотря на то, что его роль в контексте определения ключевых признаков, обуславливающих необходимость защиты физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, представляется чрезвычайно важной, нет. В цивилистической литературе категория инвестора рассматривается прежде всего через участие лица в инвестиционном правоотношении, передачу имущества или денежных средств и принятие риска, связанного с ожиданием будущего имущественного результата²⁶.

В ходе дискуссии, кого именно считать «розничным инвестором», высказываются различные предложения: а) физическое лицо – неквалифицированного инвестора; б) любого неквалифицированного инвестора (вне зависимости от того, выступает в этом качестве физическое или юридическое лицо); в) любое физическое лицо, участвующее в операциях на рынке ценных

²⁴ См., например: Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2024 год и период 2025 и 2026 годов – Банк России: официальный сайт / Главная / О Банке России // Издания Банка России – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/155957/onrfr_2024-26.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

²⁵ См., например: Обзор ключевых показателей брокеров. II квартал 2024 года – Банк России: официальный сайт / Главная/ Аналитика / Рынок ценных бумаг – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/50587/review_broker_Q2_2024.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

²⁶ См.: Майфат А.В. Инвестор: понятие, статус, деятельность // Современное право. 2005. № 10. С. 8; Холкина М.Г. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Владивосток, 2009. 26 с.; Фролкина Е.Н. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг: теоретические аспекты правового регулирования // Экономика. Налоги. Право. 2011. № 3. С. 126–131.

бумаг; г) любое лицо, подпадающее под систему страхования вкладов. Отсутствие легального определения побуждает к тому, что понимание, кто именно может быть признан розничным инвестором, осуществляется при анализе широкого перечня нормативных правовых актов, регламентирующих рынок ценных бумаг и защиту прав потребителей финансовых услуг.

В 2019 году на фоне рекордно-низких ставок по банковским вкладам и рекордно-высокой инфляции в совокупности с повышением доступности инвестирования для обычных граждан за счет развития онлайн-брокеров, которые берут минимальную комиссию за совершение операций и предоставляют доступ к торгам практически в любое время с помощью мобильных приложений, значительно выросло количество брокерских счетов. Темп роста их количества замедлился, однако все равно остается стабильно высоким и в настоящее время²⁷. Активность самих инвесторов и их доля в общем обороте торгов на рынке ценных бумаг устанавливают рекорды²⁸. Развитие и расширение класса так называемых розничных инвесторов, а также их значимость для российского рынка ценных бумаг закономерно сделали его объектом ряда реформ со стороны Банка России, в первую очередь, реформ и мер, направленных на обеспечение их защищенности.

По данным Центрального Банка Российской Федерации, по итогам 3-го квартала 2025 г. в России функционировало более 38,6 миллионов инвесторов – физических лиц (51 % экономически активного населения страны). Лишь около 943 тысяч из них признавались «квалифицированными» инвесторами, соответственно, более 37,6 млн являлись «неквалифицированными». Число активных розничных инвесторов составляет 3,7 и 0,8 млн лиц в месяц на торговых площадках Московской и Санкт-Петербургской биржи,

²⁷ Число физлиц с брокерским счетами на МосБирже в сентябре выросло на 690 тыс. – 4 октября 2023 г. – Интерфакс / Главная / Экономика – URL: <https://www.interfax.ru/business/924150> (дата обращения: 15.06.2026).

²⁸ Частные инвесторы в сентябре обновили рекорд активности на Московской бирже – 04.10.2023 – Московская биржа: Официальный сайт / Главная / Пресс-центр / Новости и пресс-релизы – URL: <https://www.moex.com/n64440.интерфакс> (дата обращения: 15.06.2026).

соответственно²⁹. Расширение участия физических лиц в операциях с ценными бумагами усиливает значение гражданско-правового анализа рынка ценных бумаг как сферы имущественного оборота, в которой статус участника определяется не только фактом приобретения финансового инструмента, но и особенностями доступа к нему через профессионального посредника³⁰.

Тем не менее, несмотря на сохраняющееся внимание к защите розничных инвесторов, в контексте принимаемых регулятором с целью ее обеспечения мер в настоящее время в законодательство не было введено само понятие «розничный инвестор», не был обозначен круг лиц, которые могут быть отнесены к данной категории, не были определены критерии отнесения к ней. С точки зрения юридической техники для достижения данной цели в части обозначения подлежащей защите группы преимущественно используется понятие «неквалифицированный инвестор». Однако понятия «неквалифицированный инвестор» и «розничный инвестор» не являются однозначными, а составляющие каждую из данных категорий группы лиц - однородными.

В отсутствие релевантной практики нормативного закрепления определения специфики понятия «розничный инвестор» также и в правовых актах иностранных государств с развитым рынком ценных бумаг представляется необходимым обратиться к доктрине. При этом для полного раскрытия понятия следует рассмотреть такое базовое понятие как «инвестиции» и такие родовые по отношению к исследуемой категории как «инвестор» и «инвестор на рынке ценных бумаг», лишь после этого установив специфические отличия, обусловленные собственно «розничной» спецификой.

²⁹ Обзор ключевых показателей брокеров. III квартал 2025 года – Банк России: официальный сайт / Главная / Аналитика / Рынок ценных бумаг – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/59459/review_broker_Q3_2025.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

³⁰ См.: Габова А.В. Проблемы гражданско-правового регулирования отношений на рынке ценных бумаг : дис. ... д-ра юрид. наук : 12.00.03. М., 2010. С. 20–47; Селивановский А.С. Правовое регулирование рынка ценных бумаг : учебник. М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2014. С. 31–52.

Само понятие «инвестор» с точки зрения этимологического анализа происходит от английского «*investor*», то есть «вкладчик, инвестор»³¹, а точнее, учитывая функцию английского суффикса *-er (-or)*, указывающего на лицо, выполняющее некое действие, «лицо, осуществляющее вклад, инвестицию»³². При этом инвестиция может рассматриваться как в качестве действия, так и в качестве объекта, в том числе полученного в результате такого действия.

Следует обозначить, что существуют различные подходы к определению самого понятия «инвестиция». В рамках трех основных оно рассматривается соответственно: как любой возможный объект гражданских прав сам по себе; как расходы, направленные на получение положительного экономического эффекта; или как объекты, используемые в предпринимательской деятельности³³. Иными словами, в таком качестве может рассматриваться какая-либо материальная ценность сама по себе, временный отказ от нее с целью преумножения в будущем и, наконец, ее использование в процессе приобретения иных материальных ценностей³⁴.

Наиболее лаконичным и наиболее распространенным определением понятия «инвестор» является производное от понятия «инвестиция» и практически идентичное приведенному выше переводу англоязычного термина восприятие инвестора как лица, осуществляющего инвестицию³⁵.

³¹ Англо-русский и русско-английский толковый словарь терминов по инвестиционной деятельности // Инвестиционная деятельность: Сборник методических материалов. М., 1995. С. 48.

³² Аветисян М.И. Структура и семантические свойства английских существительных с суффиксом *-er* // Филологические науки. Вопросы теории и практики. 2019. № 6. С. 119 – 120.

³³ Кропотов Л.Г. Понятие «Инвестиции» в международном праве // Вестник СПбГУ. Серия 14. Право. 2011. № 4. С. 86-87.

³⁴ См.: Майфат А.В. Инвестор: понятие, статус, деятельность // Современное право. 2005. № 10. С. 8; Фархутдинов И.З., Трапезников В.А. Инвестиционное право : учебник и практикум для вузов. 3-е изд., перераб. и доп. М. : Юрайт, 2023. С. 30–35.

³⁵ Игошин Н.В. Инвестиции. Организация управления и финансирование: Учебник для вузов. Москва: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. С. 448; Инвестиции: Системный анализ и управление / Под ред. проф. К.В. Балдина. 2-е изд. Москва: Дашков и Ко, 2007. С. 10-16.

Серебрякова Т.А. Регулирование инвестиционной деятельности: финансово-правовой аспект: Дис. канд. юрид. наук. Саратов, 2002. С. 19 – 41; Тихомирова Л.В., Тихомиров,

«Инвестор – это участник инвестирования» – утверждает А.В. Майфат³⁶. Далее А.В. Майфат раскрывает инвестирование как процесс передачи, вложения материальных благ с целью получения в будущем выгоды, зависящей от усилий организатора инвестирования. Затем, развивая базовое определение, рассматривает инвестора как лицо, не обладающее статусом субъекта предпринимательской деятельности, но косвенно принимающее в ней участие посредством передачи лицу, обладающему таким статусом, своего имущества, с принятием на себя части связанных с такой деятельностью рисков взамен на потенциальное получение выгоды³⁷.

Развивая эту идею, М.Г. Холкина дополнительно уточняет, что предметом вложения являются именно денежные средства, которые могут быть как личными, так и заемными, что целью инвестиции помимо их преумножения может быть и получение иного положительного эффекта, что косвенный характер инвестирования проявляется не только в воздержании от участия в деятельности по использованию средств самого принимающего лица, но также и третьих лиц, связанных с ним, а также, что инвестором следует считать в том числе лицо, которое лишь намеревается осуществить вложение³⁸.

Тем не менее, относительно последней особенности отсутствует единство мнений³⁹. В отличие от М.Г. Холкиной Н.Г. Семилютина, занимая более консервативную позицию, указывает, что инвестор приобретает соответствующий статус лишь после размещения инвестиции в производство⁴⁰.

В свою очередь, в соответствии с базовым определением понятия «инвестор на рынке ценных бумаг» таковым является лицо, которое владеет

М.Ю. Юридическая энциклопедия. 5-е изд., доп. и перераб. / Под ред. М.Ю. Тихомирова. М., 1997. С. 181; Ткаченко И. Ю., Малых Н. И. Инвестиции: учеб. пособие для студ. высш. учеб. Заведений // Москва: Издательский центр- академия, 2009. С. 33.

³⁶ Майфат А.В. Указ соч. С.8.

³⁷ Там же.

³⁸ Холкина М.Г. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг: научно-практическое пособие // СПС Консультант Плюс. 2014. С. 22-25.

³⁹ Холкина М.Г. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Владивосток, 2009. 26 с.; Семилютина Н.Г. Иностранные инвестиции в Российской Федерации. М. : Волтерс Клувер, 2005. 256 с.

⁴⁰ Семилютина Н.Г. Инвестиции и рынок финансовых услуг: проблемы законодательного регулирования // Журнал российского права. 2003. № 2. С. 36.

ценными бумагами или приобретает ценные бумаги⁴¹, совершает операции на рынке ценных бумаг⁴². То есть основным различием выступает именно объект инвестиций. Помимо обозначенных выше ценных бумаг им могут выступать и иные финансовые инструменты⁴³.

Отдельно стоит отметить, что в экономическом смысле и с консервативной точки зрения не каждое лицо, совершающее операции с ценными бумагами, может считаться инвестором. Бэнджамин Грэм в своем классическом труде проводит разграничение между инвестором, осуществляющим долгосрочные вложения, руководствуясь спецификой, потенциалом или фундаментальными показателями бизнеса, выступающего объектом инвестиции, и спекулянтom, преследующим выгоду от краткосрочного повышения спроса на приобретаемый актив⁴⁴. Для правового анализа указанное экономическое разграничение имеет вспомогательное значение, поскольку гражданско-правовой статус лица определяется не инвестиционной стратегией как таковой, а характером его участия в имущественном обороте и объемом предоставленных ему прав и обязанностей.

Применительно к понятию «инвестор на рынке ценных бумаг» специфика, связанная с объектом, выступает в качестве «надстройки». Таким образом, обозначенные ранее особенности статуса инвестора применимы также и к инвестору на рынке ценных бумаг.

Наконец, инвесторов на рынке ценных бумаг можно разделить на две группы. Критерием разграничения выступает источник происхождения средств, за счет которых реализуются вложения. Индивидуальные, или роз-

⁴¹ См., напр.: Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. – М.: НТО им. акад. С.И. Вавилова, 2002. С. 32.; Галанов В., Басов А. Рынок ценных бумаг: М.: Финансы и статистика. С. 208-212; Исеев Р.М. Участники рынка ценных бумаг: правовой статус // Банковское право. 2006. № 3. С. 17; Саликов Д.А. Особенности положения физических и юридических лиц на рынке бездокументарных ценных бумаг России // Экономика и бизнес: теория и практика. 2019. № 11-3. С. 22.

⁴² Бувальцева В., Чечин В. Развитие института инвестора в России как основного участника рынка ценных бумаг // Вопросы экономики. 2015. № 3. С. 61-62.

⁴³ Фролкина Е.Н. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг: теоретические аспекты правового регулирования // Экономика. Налоги. Право. 2011. № 3. С. 126.

⁴⁴ Грэм Б. Разумный инвестор. Полное руководство по стоимостному инвестированию // М.: Альпина паблишер, 2015. С. 32-48.

ничные, инвесторы вкладывают собственные средства и осуществляют вложения самостоятельно через брокера или с помощью доверительного управляющего. Институциональные инвесторы, наоборот, являются финансовыми посредниками, аккумулирующими и вкладывающими средства таких розничных инвесторов⁴⁵.

Институциональные инвесторы являются крупными по объемам участниками на рынке. К ним относятся пенсионные фонды, взаимные фонды, страховые компании, инвестиционные банки, коммерческие трасты, целевые фонды, хедж-фонды, частные инвестиционные компании. Финансовые ресурсы, которыми оперируют институциональные инвесторы, в подавляющем большинстве случаев не принадлежат им: как правило, речь идет об инвестировании средств иных компаний и физических лиц.

Тем не менее, представляется, что источник происхождения средств и опосредованный, в том числе вызванный отсутствием прямого доступа к рынку ценных бумаг, или непосредственный характер инвестирования выступают лишь следствием разграничения инвесторов на розничных и институциональных, в то время как определяющей особенностью является осуществление такой деятельности на профессиональной или непрофессиональной основе. Наглядно она проявляется в том, что для розничного инвестора само инвестирование будет, как правило, деятельностью, осуществляемой не на профессиональной основе, а источником происхождения средств будет выступать либо первичная деятельность, осуществляемая на профессиональной основе, либо вторичное инвестирование средств, полученных в ее результате, в свою очередь, для институционального инвестора само инвестирование средств розничных инвесторов будет деятельностью, осуществляемой на профессиональной основе и одновременно в качестве предпринимательской.

⁴⁵ Фархутдинов И. З. Инвестиционное право: учебник и практикум для вузов / И. З. Фархутдинов, В. А. Трапезников. – 3-е изд., перераб. и доп. – Москва: Издательство Юрайт, 2023. С. 30–35; Яцковский, М. М. Розничный инвестор на российском рынке ценных бумаг // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. 2015. № 8–1. С. 262.

Кроме того, несмотря на отсутствие нормативного определения термина, закрепленный в законодательстве перечень квалифицированных инвесторов в силу закона в числе прочих включает в себя организации, являющиеся институциональными инвесторами⁴⁶.

Следует отдельно рассмотреть отмечаемую некоторыми исследователями особенность правового статуса инвестора в целом и розничного инвестора, в частности, особенно актуальную в контексте вопроса о применимости к розничному инвестору статуса потребителя⁴⁷. Целью инвестирования, в зависимости от рыночных условий, может быть преумножение, сохранение или предотвращение обесценивания денежных средств. Однако доход, какую бы форму он ни принимал, всегда сопряжен с риском, и чем выше потенциальный уровень дохода, тем выше и потенциальный уровень риска, который выступает неотъемлемым условием ведения инвестиционной деятельности. Тем не менее, при инвестировании риск, связанный с инвестиционной деятельностью, является производным от риска, связанного с деятельностью предприятия, являющегося объектом инвестирования, и не носит характера предпринимательского. Исключение составляет только прямое инвестирование, подразумевающее непосредственное участие инвестора в управлении предприятием. При этом принятие инвестиционного риска само по себе не тождественно принятию предпринимательского риска, поскольку физическое лицо-инвестор не организует профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, а участвует в ней через финансового посредника⁴⁸.

В свою очередь, нацеленность розничного инвестирования на доход автоматически не придает инвестиционной деятельности характер предприни-

⁴⁶ П. 1 ст. 51.2, Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»: Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996. № 17. Ст. 1918.

⁴⁷ Подр. см.: Молодыко К.Ю., Травин Г. Д. Рубежи признания розничного инвестора потребителем // Закон. 2022. № 12. С. 84-94.

⁴⁸ См.: Майфат А.В. Инвестор: понятие, статус, деятельность // Современное право. 2005. № 10. С. 8; Холкина М.Г. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Владивосток, 2009. 26 с.; Габов А.В. Проблемы гражданско-правового регулирования отношений на рынке ценных бумаг : дис. ... д-ра юрид. наук : 12.00.03. М., 2010. 465 с.

мательской и не исключает «бытовой направленности» (англ.- *household purpose*)⁴⁹ такой деятельности. Категория «бытовая направленность»⁵⁰ имеет важное значение для для понимания целей и принципов защиты розничных инвесторов, которые инвестируют свои личные сбережения для достижения личных финансовых целей, а не в рамках осуществления коммерческой деятельности, для которой характерно установление более строгих требований к финансовым организациям в отношении раскрытия информации, оценки пригодности инвестиционных продуктов и предотвращения мошенничества. Законодательство о ценных бумагах, регулирующее деятельность брокеров, финансовых советников и эмитентов ценных бумаг, направлено на защиту именно личных сбережений граждан, которые инвестируются для достижения личных целей (например, накопление на пенсию, образование детей, приобретение жилья). Если же инвестиции имеют коммерческую направленность (например, финансирование бизнеса), то инвестор, как предполагается, должен нести повышенный регуляторный риск.

При этом в российской практике одновременно с отказом инвестору на рынке ценных бумаг в статусе потребителя⁵¹, с одной стороны, существует и

⁴⁹ «Бытовая направленность» была прямо отмечена в определении понятия «розничный клиент» (англ. «*retail clients*»), закрепленном в федеральном законодательстве США. В федеральном законодательстве США термин «бытовая направленность» применительно к розничным клиентам чаще встречается в контексте потребительского законодательства, такого как Закон о справедливом кредитовании (англ. «*Fair Credit Reporting Act*» - *FCRA*) и Закон о правдивости в кредитовании (англ. «*Truth in Lending Act*» - *TILA*). «Бытовая направленность» указывает на то, что розничный клиент – это, как правило, физическое лицо, которое не занимается профессиональной инвестиционной деятельностью или управлением активами в коммерческих целях. Это отличает розничного инвестора от институциональных инвесторов (например, хедж-фондов, пенсионных фондов). Если инвестиционные продукты предлагаются физическим лицам с «бытовой направленностью», то запрещаются агрессивные методы продаж и вводящая в заблуждение реклама, которые могут побудить людей к принятию необдуманных решений, особенно в отношении сложных или рискованных финансовых инструментов.

⁵⁰ См.: Фогельсон Ю.Б. Защита прав потребителей финансовых услуг / отв. ред. Ю.Б. Фогельсон. М. : Норма : Инфра-М, 2010. 368 с.; Румянцев С.А. Защита прав потребителей финансовых услуг : гражданско-правовой аспект. М. : Статут, 2019. 240 с.

⁵¹ Определение Судебной коллегии по гражданским делам Верховного Суда РФ от 07.06.2016 № 75-КГ16-2. // Информационно-правовой портал «Законы, кодексы и нормативно-правовые акты в Российской Федерации» – URL: <https://legalacts.ru/sud/opredelenie-verkhovnogo-suda-rf-ot-07062016-n-75-kg16-2/> (дата обращения: 15.06.2026).

невозможность классифицировать деятельность физических лиц по проведению операций с ценными бумагами через организацию-посредника в качестве предпринимательской⁵², а также указывается на возможность возмещения потребителю убытков в форме упущенной выгоды, что, очевидно, актуально только при наличии неполученного дохода и, соответственно, правомерности такого дохода⁵³, с другой стороны.

Таким образом, представляется, что инвестор занимает промежуточное место между лицом, осуществляющим предпринимательскую деятельность, выступающим носителем предпринимательского риска, и иными хозяйствующими субъектами, экономическая деятельность которых сводится к сбережению с использованием отдельных условно безрисковых инструментов денежного рынка или к простому накопительству⁵⁴.

В западной доктрине вопрос о содержании данного термина не является предметом столь острой дискуссии⁵⁵. Кроме того, в силу закрепления его или его аналогов в нормативно-правовых актах западный исследовательский опыт может быть неактуален в контексте отечественного регулирования. Например, со ссылкой на действующее законодательство в качестве розничного инвестора может рассматриваться любое физическое лицо, владеющее ценными бумагами и не являющееся аккредитованным инвестором, американским аналогом квалифицированного инвестора⁵⁶. В свою очередь, отдель-

⁵² Письмо Министерства РФ по налогам и сборам от 12.08.2004 № 04-3-01/500 «О налогообложении доходов по операциям купли-продажи ценных бумаг» // Справочно-правовая система «КонсультантПлюс» – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_67239/ (дата обращения: 15.06.2026).

⁵³ Постановление Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 28.06.2012 № 17 "О рассмотрении судами гражданских дел по спорам о защите прав потребителей" // Бюллетень Верховного Суда Российской Федерации. 2012. № 9.

⁵⁴ Львова С. В. Инвестор - физическое лицо: истоки понятия / Наука и технологии: стратегия развития: Сборник научных статей / Под общей редакцией В.А. Козловой, И.В. Кожан. Том I. – Ростов-на-Дону: ООО «Интерплэй», 2019. С. 91 – 92.

⁵⁵ Горловская И.Г. Финансовая политика в отношении категоризации инвесторов - физических лиц в России и области защиты их интересов // Вестник ОмГУ. Серия: Экономика. 2020. № 4. С. 20 – 21.

⁵⁶ Black Barbara Are Retail Investors Better Off Today? (January 15, 2008). Brooklyn Journal of Corporate, Financial, & Commercial Law, Vol. 2, p. 303, 2008, U of Cincinnati Public Law Re-

ные проводимые исследования в одной части могут представлять интерес, однако в силу применения отличных от российских подходов к квалификации инвесторов на рынке ценных бумаг, в другой части одновременно могут противоречить сложившейся в Российской Федерации практике. Например, в первом случае таким будет указание на то, что для розничного инвестора, являющегося физическим лицом, инвестирование выходит за пределы его обычной коммерческой (деловой или предпринимательской) деятельности, а во втором – необходимость применения к нему как к слабой стороне договора потребительского регулирования⁵⁷.

Тем самым предлагаемое определение розничного инвестора должно учитывать не только объект вложения, но и правовую природу участия физического лица в имущественном обороте, непрофессиональный характер такой деятельности, зависимость от финансового посредника и принятие косвенного инвестиционного риска⁵⁸.

Резюмируя обозначенные выше позиции и особенности, представляется, что розничным инвестором следует считать лицо, осуществляющее вложение денежных средств в ценные бумаги (а также и иные финансовые инструменты рынка ценных бумаг) с целью извлечения положительного экономического эффекта (включая преумножение, сохранение стоимости или предотвращения обесценивания таких средств) через брокера или доверительного управляющего, при этом принимающее связанные с такой деятель-

search Paper № 07-34. p. 303-338 – URL: <https://ssrn.com/abstract=1085744> (дата обращения: 15.06.2026).

⁵⁷ Merenda David Protection of Retail Investors (December 6, 2018). Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper № 2018/III/1. p. 3 – URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3298559> (дата обращения: 15.06.2026). В российской научной литературе см. Фогельсон Ю.Б. Защита прав потребителей финансовых услуг / отв. ред. Ю.Б. Фогельсон. М. : Норма : Инфра-М, 2010. 368 с.; Макиев С.А. Гражданско-правовая защита слабой стороны договора // Право и государство: теория и практика. 2024, № 12(240) С. 437-438. Вавилин Е.В., Волос А.А., Волос Е.П. Слабая сторона в гражданском правоотношении: сравнительно-правовое исследование. М., 2019. - 275 с.

⁵⁸ См.: Майфат А.В. Инвестор: понятие, статус, деятельность // Современное право. 2005. № 10. С. 8; Холкина М.Г. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. Владивосток, 2009. 26 с.; Фролкина Е.Н. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг: теоретические аспекты правового регулирования // Экономика. Налоги. Право. 2011. № 3. С. 126–131.

ностью косвенные риски и не являющееся лицом, осуществляющим предпринимательскую деятельность, а также не осуществляющее инвестирование на профессиональной основе.

Исходя из данного определения и сопоставляя его с принятой в Российской Федерации категоризацией инвесторов на рынке ценных бумаг, можно сделать вывод о том, что к розничным инвесторам относятся все неквалифицированные инвесторы (как простые, так и успешно прошедшие тестирование) и квалифицированные инвесторы, признанные таковыми в установленном порядке, не являющиеся индивидуальными предпринимателями и юридическими лицами.

Учитывая тот факт, что большинство мер, принятых Банком России в контексте защиты инвесторов на рынке ценных бумаг, были направлены в первую очередь на ограничение доступа именно неквалифицированных инвесторов (более узкой по сравнению с розничными инвесторами группы) к отдельным финансовым инструментам, но никак не ограничили квалифицированных инвесторов в силу признания (которые также являются розничными по смыслу сформированного определения) следует заключить, что их целью является защита именно неопытных розничных инвесторов, а равно розничных инвесторов, не обладающих достаточными профильными знаниями или финансовой устойчивостью, соответственно, обеспечивающими возможность осознавать и принимать потенциальные риски, но не розничных инвесторов в принципе, определяющей отличительной особенностью которых по сравнению со смежными категориями следует считать именно непрофессиональный характер их деятельности.

В свою очередь, вопрос о необходимости защиты розничных инвесторов в принципе является, скорее, риторическим, а актуален вопрос уже о пределах такой защиты. Чуть выходя за границы данного исследования, представляется, что она в первую очередь должна быть сконцентрирована на противодействии недобросовестным практикам со стороны профессиональных участников.

Тем не менее, такая защита невозможна без четкой категоризации лиц на подлежащих и не подлежащих защите, в настоящее время не установленной в силу отсутствия в отечественном регулировании формального критерия определения факта осуществления физическим лицом деятельности по инвестированию на рынке ценных бумаг на профессиональной основе (например, дейтрейдинга), а следовательно и невозможности применения одной из характеристик, обозначенных в приведенном выше определении. В качестве такого критерия в том числе могла бы послужить регистрация профессиональных розничных инвесторов в качестве самозанятых и/или индивидуальных предпринимателей, возможность введения которой уже рассматривалась ранее⁵⁹.

Кроме того, в силу отсутствия возможности проведения разграничения по данному признаку, также выступающему определяющим различием между физическими лицами – инвесторами на рынке ценных бумаг и розничными инвесторами, представляется, что применительно к рынку ценных бумаг Российской Федерации группа лиц, подлежащих отнесению к физическим лицам – инвесторам на рынке ценных бумаг, и группа лиц, подлежащих отнесению к розничным инвесторам, на практике будет совпадать.

Как уже было обозначено, понятие «розничный инвестор» в российском законодательстве не упоминается. Опыт ведущих иностранных правовых порядков не может быть механически перенесен в российское регулирование. В США законом Додда-Франка (англ. «*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*») в контексте получения лицом инвестиционных рекомендаций закреплен термин «розничный потребитель», которым считается, собственно, лицо, получающее такие рекомендации с целью их использования в личных бытовых целях⁶⁰, а классификация инвесторов на рынке ценных бумаг делит инвесторов на аккредитованных и неаккредитованных

⁵⁹ Подр. см.: Молодыко К.Ю., Травин Г.Д. Указ.соч. С. 84-94.

⁶⁰ H.R. 4173 Title X § 913 (a) // Home // Legislation // 11th Congress // H.R. 4173 – Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. – URL: <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text> (дата обращения: 15.06.2026).

по основаниям, сходным с критериями принятой в Российской Федерации категоризации⁶¹, однако именно рассматриваемое понятие все-таки отсутствует. В свою очередь, директива Европейского Союза «О рынках финансовых инструментов» (англ. «*Markets in Financial Instruments Directive*» – *MiFID II*) и регламент «О рынках финансовых инструментов» (англ. «*Markets in Financial Instruments Regulation*» – *MiFIR*)⁶², лишь изменяя терминологию, по аналогии с российским регулированием определяют розничного инвестора как лицо, не являющееся профессиональным инвестором, а критерии отнесения лиц к профессиональным инвесторам, устанавливаемые данными документами, в целом также совпадают с критериями признания лица квалифицированным инвестором в российском праве⁶³.

Представители регулятора, научного и профессионального сообществ, а также СМИ часто используют в своих заявлениях термин «розничный инвестор», однако, несмотря на универсальное признание и применение этого понятия, как в регулировании Российской Федерации, так и в регулировании США отсутствует юридически закрепленное определение данной категории.

Реже в информационной среде встречается термин «институциональный инвестор», который, однако, нашел отражение в регулировании США применительно к нескольким достаточно узким группам правоотношений, в той или иной степени связанным или не связанным с рынком ценных бумаг. В контексте получения лицензии на оказание отдельных видов телекоммуникационных услуг институциональным инвестором считается (а) страховая компания, (б) банк, выступающий держателем акций через траст, или (в) ин-

⁶¹ 17 CFR § 230.501 – Definitions and Terms used in Regulation D. // Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.501> (дата обращения: 15.06.2026).

⁶² DIRECTIVE 2014/65/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL Of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (MiFID II), п.п. 1(11) и (12) ст. 4 // Official Journal L 173/349. 12.6.2014.

⁶³ См., напр.: Касьянов А.А. MiFID II: регулирование деятельности финансовых торговых площадок в ЕС // Финансы и управление. 2018. № 2. С.14-20.

вестиционная компания⁶⁴. В контексте предоставления льготных условий для инвестирования в районы с низким уровнем дохода в рамках программы венчурного капитала для новых рынков (англ. «*New Market Venture Capital Programme*» – *NVMC*)⁶⁵ институциональными инвесторами считаются юридические лица, обладающие собственными средствами в размере 1 000 000 долларов США и являющиеся (а) банками федерального уровня и уровня штатов, управляющими компаниями, сберегательными банками и ссудно-сберегательными ассоциациями, (б) страховыми компаниями или (в) инвестиционными компаниями, (г) холдинговыми компаниями обозначенных выше организаций, (д) программой обеспечения льготами или пенсионной программой для служащих федерального правительства или правительств штатов, а равно федеральных агентств или служб штатов, (е) программой обеспечения льготами или пенсионной программой для служащих частных компаний, (ж) трастом или фондом, учрежденными в благотворительных целях, (з) корпорацией или партнёрством, обладающими собственными средствами в размере 10 000 000 долларов США, (и) федеральным правительством или правительствами штатов, а равно федеральными агентствами или службами штатов, (к) юридическим лицом, основным видом деятельности которого является инвестирование средств, не относящихся к федеральным фондам, от имени, как минимум, трех институциональных инвесторов из обозначенного выше списка, каждый из которых владеет более чем 10 процентами такого юридического лица, а равно (л) иное юридическое лицо, которому Управление по делам малого бизнеса предоставит статус институционального инвестора.

⁶⁴ 47 CFR § 24.720 – Definitions. // Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/47/24.720> (дата обращения: 15.06.2026).

⁶⁵ Нужно прежде всего обратить внимание на то, что в американском праве можно встретить оговорку, что тот или иной термин используется только для целей данного нормативного акта или даже только для целей его определенной части. Поэтому нижеописанные термины следует рассматривать только в рамках указанных сфер, так как они не могут автоматически применяться по аналогии ко всем иным сферам.

Кроме того, этим статусом могут обладать физические лица, одновременно являющиеся постоянными резидентами США и (а) являющиеся аккредитованными инвесторами, вклад которых в компанию, созданную в соответствии с программой NVMC, обеспечен аккредитивом банка федерального уровня или уровня штата, или (б) обладающие собственными средствами в размере 2 000 000 долларов США⁶⁶ при условии, что размер собственных средств такого лица в 10 раз превышает размер вклада такого лица в компанию, созданную в соответствии с программой NVMC, или (б) обладающие собственными средствами в размере 10 000 000 долларов США⁶⁷, а равно лица, не являющиеся постоянными резидентами США, но удовлетворяющие одному из обозначенных выше требований и на постоянной основе имеющие на территории США представителя⁶⁸.

В первую очередь, следует обозначить, что деление на институциональных и розничных инвесторов дихотомично, следовательно, логично, что любое лицо, не являющееся институциональным инвестором, является розничным. При этом стоит отметить, что некоторые исследователи для разделения инвесторов на розничных и институциональных используют и другие критерии, которые, тем не менее, приводят к сходным результатам, и, например, относят к розничным инвесторам всех физических лиц, не являющихся аккредитованными инвесторами⁶⁹, или всех физических лиц, владеющих финансовыми инструментами напрямую, а не через взаимный фонд, пенсионную программу и т.д.⁷⁰ В любом случае, как в понимании регулятора, так и в понимании научного сообщества в число институциональных инвесторов

⁶⁶ При этом при расчете размера собственных средств такого лица не учитывается стоимость жилища такого лица или стоимость самого дорогого из принадлежащих такому лицу объектов недвижимости.

⁶⁷ Там же.

⁶⁸ 13 CFR § 108.50 – Definition of terms. // Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/13/108.50> (дата обращения: 15.06.2026).

⁶⁹ Black Barbara Are Retail Investors Better Off Today? (January 15, 2008). Brooklyn Journal of Corporate, Financial, & Commercial Law, Vol. 2, p. 303, 2008, U of Cincinnati Public Law Research Paper No. 07-34. p. 303-338 – URL: <https://ssrn.com/abstract=1085744> (дата обращения: 15.06.2026).

⁷⁰ O'Hare Jennifer Retail Investor Remedies under Rule 10b-5 (2007). Working Paper Series. 89 – URL: <https://digitalcommons.law.villanova.edu/wps/art89> (дата обращения: 15.06.2026).

безоговорочно входят банки, страховые компании, пенсионные программы, взаимные фонды и инвестиционные компании, которые, собственно, являются финансовыми институтами, для которых инвестирование является основным видом хозяйственной деятельности и которые при этом от своего имени и самостоятельно инвестируют не собственные средства, а предоставленные им. В таком качестве и представляется корректным воспринимать институциональных инвесторов. В контексте этого вывода также очевидно, что деление инвесторов на группы аккредитованных и неаккредитованных актуально только применительно к розничным инвесторам.

Таким образом, в качестве основных отличительных особенностей институциональных инвесторов по сравнению с розничными выступает специфика, обусловленная их статусом финансовых институтов. Деятельность таких организаций детально и четко урегулирована в связи с тем, что ими осуществляется вложение чужих денежных средств, в частности, в социально важные и поэтому охраняемые государством области, в случае, например, пенсионных фондов, программ обеспечения льготами и страховых организаций. Несмотря на то, что таким организациям доступно значительно большее количество инструментов для инвестирования, при осуществлении этих вложений регулятор обозначает определенный предел риска, чтобы не превышать который организации ограничивают максимальную долю, которую отдельные инструменты с повышенной экспозицией риску могут занимать в их портфелях, и формируют резервы, значение, размер и порядок расчета которых устанавливает регулятор⁷¹.

В целом можно резюмировать, что как в Российской Федерации, так и в США отсутствует нормативное закрепление общего деления инвесторов на рынке ценных бумаг на розничных и институциональных. Следует считать, что причиной этому является предполагаемое регуляторами отсутствие необходимости в таких понятиях с точки зрения юридической техники, так как ре-

⁷¹ В рамках настоящей работы не представляется возможным подробно рассмотреть регулирование деятельности финансовых институтов, поэтому приводятся лишь основные принципы, которыми руководствуется регулятор в этом контексте.

гулирование институциональных инвесторов осуществляется по отдельности посредством регулирования каждого вида финансовых институтов, а для регулирования розничных инвесторов существует деление на аккредитованных/ квалифицированных и неаккредитованных/ неквалифицированных.

Отдельно стоит отметить, что каждая классификация преимущественно применяется к своей группе инвесторов, однако тот факт, что ставшие для них основанием критерии неоднородны, закономерно влечет и наличие категории, находящейся на их пересечении, а именно институциональных инвесторов, одновременно являющихся аккредитованными. Дело в том, что отдельные институциональные инвесторы прямому доступу к рынку по тем или иным причинам, преимущественно коммерческого характера, предпочитают использование для этой цели услуг брокеров. В результате этого за исключением объема находящихся в управлении у такого институционального инвестора средств он значительно сближается с розничным инвестором.

Введение регулятором рассматриваемой классификации могло бы иметь своей целью лишь регулирование этой смежной группы путем установления дополнительных требований или ограничений, а равно и дополнительных прав, которые при этом не должны быть предоставлены физическим лицам, занимающимся инвестированием на рынке ценных бумаг, в отношении финансовых институтов, взаимодействующих с брокерами. С точки зрения же регулирования доступа именно физических лиц к рынку ценных бумаг установление такого деления не будет иметь никакого значения, так как все физические лица по умолчанию будут розничными инвесторами.

1.2. Инвестор на рынке ценных бумаг – физическое лицо как субъект специальной правовой защиты

Основной причиной очень низкого уровня защищенности физических лиц, занимающихся инвестированием на рынке ценных бумаг, следует считать именно нежелание регулятора распространять статус потребителей на

физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг как клиентов финансовой организации в рамках оказания брокерских услуг и неприменение судами к ним такого статуса. В доктрине защиты потребителей финансовых услуг подчеркивается, что специфика таких отношений связана не только с получением услуги, но и с информационной зависимостью клиента от профессионального участника финансового рынка. Вопрос о специальной защите инвестора должен рассматриваться в контексте общей цивилистической проблемы защиты лица, которое в конкретном гражданском правоотношении обладает меньшими возможностями для самостоятельной реализации и защиты своих прав по сравнению с профессиональным контрагентом⁷².

Позиция регулятора, прослеживаемая из выступления М.В. Мамуты, члена Совета Директоров и руководителя Службы по защите прав потребителей и обеспечению доступности финансовых услуг Банка России, свидетельствует о понимании необходимости обеспечения дополнительной защиты физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, но в промежуточной форме, не подразумевающей применение статуса потребителя⁷³. В свою очередь, позиция правоприменителя изложена в решении Верховного Суда Российской Федерации по делу банка «Траст»: в рамках каждого из решений, составляющих этот кейс, требования клиентов не были удовлетворены, а Верховный суд недвусмысленно указал на невозможность применения статуса потребителей к физическим лицам – инвесторам на рынке ценных бумаг по той причине, что их поручения о совершении торговых операций на рынке ценных бумаг, направляемые на исполнение брокеру в рамках брокерского договора, имеют своей конечной целью получение положительного экономи-

⁷² Грибанов В.П. Осуществление и защита гражданских прав. М. : Статут, 2000. 410 с.; Защита прав потребителей финансовых услуг / отв. ред. Ю.Б. Фогельсон. М. : Норма : Инфра-М, 2010. 368 с.

⁷³ Суслов В. К. Круглый стол «Альтернативные способы разрешения споров на рынке финансовых услуг» [запись трансляции] // 13 апреля 2022, 1:13:00-1:13:30 – URL: <https://www.youtube.com/watch?v=tJ068FmQaoM&list=PLjQptdamlMqVUEfpIPBbn1emdmLdCUJzG&index=5&t=1s> (дата обращения: 15.06.2026).

ческого эффекта и не могут считаться бытовыми, то есть потребительскими, следовательно, должны рассматриваться как предпринимательские⁷⁴.

При этом отказ в применении потребительского статуса не устраняет объективного неравенства сторон брокерского договора, поскольку клиент остается зависимым от профессиональной квалификации, информационной инфраструктуры и договорных условий, предлагаемых брокером⁷⁵. Тем самым судебная практика фактически исходит из приоритета инвестиционной цели сделки над анализом реального положения физического лица как клиента профессионального участника рынка.

Данный вывод соотносится с цивилистическим пониманием слабой стороны как субъекта, чьи возможности по реализации и защите субъективного права объективно уступают возможностям контрагента: «Слабая сторона – это субъект гражданского правоотношения, который по сравнению с контрагентом имеет меньше возможностей для реализации своего субъективного гражданского права»⁷⁶.

Такой подход Верховного Суда, безусловно, повлиял и на то, что Федеральный закон «Об уполномоченном по правам потребителей финансовых услуг» исключил споры клиентов с брокерами из юрисдикции финансового уполномоченного, если только брокер добровольно не присоединился к системе уполномоченного⁷⁷. Однако в настоящее время, к сожалению, нет ни одного брокера, который бы воспользовался этой возможностью, несмотря на

⁷⁴ См. напр.: Определение Судебной коллегии по гражданским делам Верховного Суда РФ от 07.06.2016 № 75-КГ16-2. // Информационно-правовой портал «Законы, кодексы и нормативно-правовые акты в Российской Федерации». – URL: <https://legalacts.ru/sud/opredelenie-verkhovnogo-suda-rf-ot-07062016-n-75-kg16-2/> (дата обращения: 15.06.2026).

⁷⁵ Брагинский М.И., Витрянский В.В. Договорное право. Книга первая : Общие положения. 3-е изд., стер. М. : Статут, 2011. 847 с.; Грибанов В.П. Осуществление и защита гражданских прав. М. : Статут, 2000. 410 с.

⁷⁶ См.: Вавилин Е.В., Волос А.А., Волос Е.П. Слабая сторона в гражданском правоотношении: сравнительно-правовое исследование : монография. М. : Проспект, 2019. С. 84–85.

⁷⁷ Федеральный закон «Об уполномоченном по правам потребителей финансовых услуг» от 04.06.2018 № 123-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 2018. № 24. Ст. 3390.

то, что это очевидно способствовало бы повышению общественного доверия к нему и имело бы положительный репутационный эффект⁷⁸.

Подобная ситуация уже не первый раз возникает в российской правоприменительной практике⁷⁹. Ранее Верховный Суд также указывал на невозможность применения законодательства о защите прав потребителей к правоотношениям из договора имущественного страхования⁸⁰, высоким уровнем незащищенности отличались и потребители розничных банковских услуг в целом, наиболее распространены были споры, связанные с банковскими вкладами⁸¹. В дальнейшем в обоих случаях потребители получили должные механизмы защиты⁸². Представляется необходимым рассмотреть, есть ли предпосылки аналогичного исхода в случае с защитой физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг в рамках их взаимоотношений с брокерами и какие потенциальные способы повышения уровня их защиты могут быть доступны регулятору⁸³.

⁷⁸ Реестр финансовых организаций, обязанных организовать взаимодействие с уполномоченным по правам потребителей финансовых услуг – Банк России: Официальный сайт / Главная / Реестры / Реестр финансовых организаций по 123-ФЗ – URL: <https://www.cbr.ru/registries/123-fz/> (дата обращения: 15.06.2026).

⁷⁹ Грибанов В.П. Осуществление и защита гражданских прав. М.: Статут, 2000. 410 с.

⁸⁰ Обзор законодательства и судебной практики Верховного Суда Российской Федерации за первый квартал 2008 года (утв. Постановлением Президиума Верховного Суда РФ от 28.05.2008) // Бюллетень Верховного Суда Российской Федерации, № 8, август, 2008 (извлечение). Также см.: Резина Н. А., Иванова Л. В. К вопросу распространения действия Закона Российской Федерации «о защите прав потребителей» на правоотношения по договорам страхования // Сибирское юридическое обозрение. 2012. № 2 (19). С. 61.

⁸¹ Румянцев С.А. Формирование общих положений гражданско-правовой концепции защиты прав потребителей банковских услуг, диссертация на соискание научной степени кандидата юридических наук – Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики». – М., 2014. С. 7 – 23.

⁸² См., напр.: Постановление Пленума Верховного Суда РФ от 28.06.2012 «О рассмотрении судами гражданских дел по спорам о защите прав потребителей» // Бюллетень Верховного Суда Российской Федерации. 2012. № 9.

Эрделевский, А.М. О некоторых вопросах защиты прав потребителей // Справочно-правовая система «КонсультантПлюс». – URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=CJI;n=72624> (дата обращения: 15.06.2026).

⁸³ Подр. см.: Селивановский А.С. Розничный инвестор мало чем отличается от потребителей банковских продуктов, но защищен гораздо хуже них / А.С. Селивановский, В. Румак // Закон. 2021. № 10. С. 8–19.

В рассматриваемом контексте российское гражданское право противопоставляет потребительскую и предпринимательскую модели участия гражданина в имущественном обороте: потребителей и лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность. Безусловно, нельзя признать эти категории в большинстве случаев противостоящими друг другу, но различие между ними очень существенно. Это разделение отражает принципиально разные цели, мотивы и возможности этих субъектов, что, в свою очередь, обуславливает различный объем прав и обязанностей, а также различную степень защиты со стороны государства⁸⁴. Такое различие обусловлено тем, что гражданско-правовое регулирование исходит не только из формального равенства участников оборота, но и из необходимости специальных гарантий там, где равенство сторон фактически нарушено⁸⁵.

Участие в гражданском обороте первых связано со стремлением удовлетворить личные, семейные, домашние или иные, связанные с потребительскими нуждами⁸⁶; в свою очередь предпринимательской деятельностью считается самостоятельная, рискованная деятельность, направленная на систематическое получение положительного эффекта, однако при этом по общему правилу осуществляемая специально зарегистрированными субъектами⁸⁷. При этом при неправомерном осуществлении предпринимательской деятельности лицом, которое не приобрело статус лица, осуществляющего предпринимательскую деятельность, в установленном законом порядке, деятельность такого лица все равно будет рассматриваться как предпринимательская и к ней будет применяться соответствующее регулирование, в частности, подобное отсутствие статуса лица, осуществляющего предпринимательскую дея-

⁸⁴ Российское гражданское право : учебник : в 2 т. Т. 1 : Общая часть. Вещное право. Наследственное право. Интеллектуальные права. Личные неимущественные права / отв. ред. Е.А. Суханов. М. : Статут, 2011. 958 с.; Брагинский М.И., Витрянский В.В. Договорное право. Книга первая : Общие положения. 3-е изд., стер. М. : Статут, 2011. 847 с.

⁸⁵ Подр. см.: Яковлев В.Ф. Гражданско-правовой метод регулирования общественных отношений. М. : Статут, 2006. 240 с.

⁸⁶ Преамбула, Закон РФ «О защите прав потребителей» от 07.02.1992 № 2300-1 // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996. № 3. Ст. 140.

⁸⁷ Ст. 2 и 23 Гражданского кодекса Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 1994. № 32. Ст. 3301.

тельность, не будет служить основанием освобождения такого лица от ответственности в силу отсутствия вины.

Осуществление предпринимательской деятельности физическим лицом, не зарегистрированным в качестве индивидуального предпринимателя, возможно только в прямо установленных законом случаях. Речь идет о так называемых «самозанятых» лицах, деятельность которых облагается налогом на профессиональный доход. Несмотря на то, что законодателем прямо не исключается возможность применения специального налогового режима к деятельности по совершению торговых операций с ценными бумагами через организацию-посредника⁸⁸, она не входит и в примерный перечень видов деятельности, осуществляемых самозанятыми, подготовленный Федеральной налоговой службой⁸⁹. Теоретически к таким видам деятельности можно отнести внутридневную торговлю (англ. «*day trading*»), однако занимающихся ей людей, в свою очередь, нельзя отнести ни к физическим лицам – инвесторам на рынке ценных бумаг, ни, строго говоря, к инвесторам вообще. Однако осуществление деятельности в статусе самозанятого, во-первых, подразумевает постановку на учет в таком качестве в местном налоговом органе, во-вторых, является нововведением, появившемся только в 2018 г. и, в-третьих, само по себе является льготой (тем самым находится за рамками рассматриваемой в настоящей работе проблематики).

Таким образом, можно сделать вывод, что отнесение лица к той или иной категории связано с его собственным статусом, а также с характером и целями его деятельности. Несмотря на то, что приобретение статуса индивидуального предпринимателя не влечет утрату статуса физического лица, его наличие не является условием вступления инвестора в правоотношения с брокером. Заключение клиентом – физическим лицом – инвестором на рынке

⁸⁸ П. 2 ст. 4, Федеральный закон от 27.11.2018 № 422-ФЗ «О проведении эксперимента по установлению специального налогового режима «Налог на профессиональный доход» // Собрание законодательства Российской Федерации. 2018. № 49 (часть I). Ст. 7494.

⁸⁹ Что такое «налог на профессиональный доход» – Федеральная налоговая служба: официальный сайт / Главная / Как стать плательщиком налога для самозанятых? URL: <https://npd.nalog.ru> (дата обращения: 15.06.2026).

ценных бумаг брокерского договора и дальнейшее взаимодействие в его рамках, как правило, осуществляется именно в статусе физического лица с предоставлением данных, необходимых для идентификации его именно как физического лица⁹⁰, например, ФИО и даты рождения, а не государственного регистрационного номера и даты внесения в Единый государственный реестр индивидуальных предпринимателей (ЕГРИП) сведений о регистрации в качестве индивидуального предпринимателя⁹¹. Кроме того, невозможность классифицировать деятельность физических лиц по проведению операций с ценными бумагами через организацию-посредника в качестве предпринимательской напрямую отмечалась Министерством Российской Федерации по налогам и сборам⁹².

Аналогичную позицию занимает Федеральный арбитражный суд Восточно-Сибирского округа, указывая при рассмотрении споров, что доходы и расходы от операций с ценными бумагами не могут считаться полученными и понесенными от предпринимательской деятельности⁹³. При этом даже в рамках рассматриваемого судом спора брокерский счет был открыт физическим лицом, имеющим статус индивидуального предпринимателя, в таком качестве. Несмотря на это, суд указал, что доходы от операций по такому брокерскому счету должны облагаться именно налогом на доход физических лиц, а не по упрощенной системе налогообложения для индивидуальных

⁹⁰ См.: Васильев М.Б. Брокерский договор на рынке ценных бумаг Российской Федерации : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. М., 2006. 20 с.; Брагинский М.И., Витрянский В.В. Договорное право. Книга первая : Общие положения. 3-е изд., стер. М. : Статут, 2011. 847 с.

⁹¹ Регламент оказания услуг на финансовом рынке АО «ТБанк» (Физические лица) – Москва, 2025 – Т-Банк: официальный сайт / О-Банке/ Документы / Раскрытие информации в соответствии с указанием Банка России от 02.08.23 №6496-У «О раскрытии информации профессиональными участниками рынка ценных бумаг» / Брокерская деятельность. URL: <https://www.tbank.ru/about/documents/disclosure/> (дата обращения: 15.06.2026).

⁹² Письмо Министерства РФ по налогам и сборам от 12.08.2004 № 04-3-01/500 «О налогообложении доходов по операциям купли-продажи ценных бумаг» // Справочно-правовая система «КонсультантПлюс» – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_67239/ (дата обращения: 15.06.2026).

⁹³ Постановление ФАС Восточно-Сибирского округа от 6 октября 2009 г. по делу № А74-13/09 // Российский налоговый портал. – URL: http://taxpravo.ru/sudebnie_dela/statya-89444-postanovlenie_fas_vostochno-sibirskogo_okruga_ot_6_oktyabrya_2009_g_N (дата обращения: 15.06.2026).

предпринимателей. Представляется, что такое решение было принято из-за невозможности в силу неограниченного характера имущественной ответственности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность, реально разделить имущество, используемое гражданином как индивидуальным предпринимателем в рамках предпринимательской деятельности, и имущество, используемое для личных, семейных и домашних нужд.

Косвенно подтверждал возможность получения дохода от деятельности, осуществляемой потребителем и направленной на удовлетворение личных, семейных и домашних нужд, и Верховный Суд Российской Федерации, указывая на возможность возмещения потребителю убытков в форме упущенной выгоды, что, очевидно, актуально только при наличии неполученного дохода и соответственно правомерности такого дохода⁹⁴.

Таким образом, физическое лицо – инвестор на рынке ценных бумаг не соотносится с лицом, осуществляющим предпринимательскую деятельность, ни по статусу, ни по характеру деятельности, а так как деление на потребителей и лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность, имеет дихотомичный характер, логично было бы считать физическое лицо – инвестора на рынке ценных бумаг именно потребителем. Следовательно, сама направленность действий инвестора на получение имущественного результата не должна автоматически приравниваться к предпринимательской деятельности, поскольку гражданско-правовая квалификация зависит не только от экономической цели, но и от характера участия лица в обороте⁹⁵. Для гражданско-правовой квалификации существенным является не только цель извлечения дохода, но и профессиональный, самостоятельный и систематический характер деятельности.

⁹⁴ Постановление Пленума Верховного Суда РФ от 28.06.2012 № 17 «О рассмотрении судами гражданских дел по спорам о защите прав потребителей» // Бюллетень Верховного Суда Российской Федерации. 2012. № 9.

⁹⁵ См.: Суханов Е.А. Российское гражданское право : учебник : в 2 т. Т. 1. М. : Статут, 2015. 958 с.; Майфат А.В. Инвестор: понятие, статус, деятельность // Современное право. 2005. № 10. С. 8–12.

Однако, несмотря на это, как уже отмечалось выше, решение Верховного Суда Российской Федерации по делу банка «Траст» не соответствует этой логике⁹⁶.

При этом стоит понимать, что статус потребителя не представляет собой простой ярлык, а дает лицу ряд дополнительных гарантий его прав, которых в настоящее время клиенты брокеров лишены. В цивилистике защита гражданских прав рассматривается не как внешнее дополнение к субъективному праву, а как необходимый элемент его реального осуществления⁹⁷.

В цивилистическом аспекте такие условия могут рассматриваться как проявление договорной диспропорции, возникающей при заключении договора с профессиональным участником рынка на заранее подготовленных условиях⁹⁸.

Наиболее наглядно эту связь демонстрирует сравнение положений Закона РФ «О защите прав потребителей» и несправедливых условий брокерских договоров, типичных для регламентов оказания услуг, действующих на российском рынке ценных бумаг финансовых организаций. Например: все брокерские договоры исключают ответственность брокера при отсутствии вины⁹⁹ – в силу закона ответственность перед потребителем носит неограниченный характер¹⁰⁰; многие брокерские договоры оставляют за брокером право на односторонний отказ от договора¹⁰¹ – по общему правилу, в договоре, одна из сторон которого не осуществляет предпринимательскую деятель-

⁹⁶ Определение Судебной коллегии по гражданским делам Верховного Суда РФ от 07.06.2016 № 75-КГ16-2. // Информационно-правовой портал «Законы, кодексы и нормативно-правовые акты в Российской Федерации» – URL: <https://legalacts.ru/sud/opredelenie-verkhovnogo-suda-rf-ot-07062016-n-75-kg16-2/> (дата обращения: 15.06.2026).

⁹⁷ См.: Грибанов В.П. Осуществление и защита гражданских прав. М. : Статут, 2000. 410, с.; Защита прав потребителей финансовых услуг / отв. ред. Ю.Б. Фогельсон. М. : Норма : ИНФРА-М, 2010. С. 13–29.

⁹⁸ Брагинский М.И., Витрянский В.В. Договорное право. Книга первая : Общие положения. 3-е изд., М. : Статут, 2011. 847 с.

⁹⁹ Селивановский А.Ю. Розничный инвестор на рынке ценных бумаг: договор с брокером. Закон. 2021. № 9. С. 74 – 75.

¹⁰⁰ п. 2 ст. 13, п 1 ст. 14 и п. 1 ст. 16, Закон РФ «О защите прав потребителей»: Закон РФ от 07.02.1992 № 2300-1 // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996. № 3. Ст. 140.

¹⁰¹ Селивановский А.Ю. Указ.соч. № 9. С. 75.

ность, такое право может быть только за этой стороной (хоть и при условии полной оплаты оказанных до момента расторжения услуг)¹⁰², при этом по умолчанию оно закреплено за ней законодательством о защите прав потребителей¹⁰³; и большинство брокеров определяют место рассмотрения спора местом нахождения брокера¹⁰⁴ – в силу закона предъявление потребителем иска о защите своих прав возможно, как по месту нахождения/жительства ответчика, так и по месту жительства истца или месту заключения договора, при этом осуществляется без оплаты государственной пошлины¹⁰⁵. Наконец, любые условия, ущемляющие права потребителя по сравнению с установленными законодательством о защите прав потребителей, включая обозначенные выше, признаются недействительными¹⁰⁶.

Указанные условия имеют значение не только как отдельные договорные положения, но и как проявление договорной асимметрии, при которой слабая сторона фактически присоединяется к заранее сформулированной модели поведения, не имея реальной возможности повлиять на ее содержание¹⁰⁷.

Представляется, что признание физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг в качестве потребителей финансовых услуг по брокерскому договору не будет противоречить ни действующему законодательству, ни сложившейся вплоть до определенного момента характеристике взаимоотношений в рамках брокерского договора. Наоборот, противоречивый характер носит упомянутое выше решение Верховного Суда Российской Федерации об обратном, а наделение физических лиц – инвесторов на рынке ценных

¹⁰² п. 2 ст. 310, Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 1994. № 32. Ст. 3301.

¹⁰³ ст. 32, Закон РФ «О защите прав потребителей»: Закон РФ от 07.02.1992 № 2300-1 // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996.1996 № 3, Ст. 140.

¹⁰⁴ Селивановский А.Ю. Указ соч. С.75-76..

¹⁰⁵ Ст. 2 и 3, Закон РФ «О защите прав потребителей»: Закон РФ от 07.02.1992 № 2300-1 // Собрание законодательства Российской Федерации.1996, № 3. Ст. 140.

¹⁰⁶ Там же: п. 1 ст. 16

¹⁰⁷ Брагинский М.И., Витрянский В.В. Договорное право. Книга первая : Общие положения. 3-е изд., стер. М. : Статут, 2011. 847 с.; Актуальные проблемы гражданского права : сб. ст. / под ред. М.И. Брагинского. М. : Статут, 1999. 464 с.

бумаг статусом потребителя посредством приведения судебной практики в соответствие действующему законодательству представляется одним из более очевидных и закономерных способов устранения выделенных научным сообществом в регуляторной и практической плоскостях проблем рынка брокерских услуг¹⁰⁸.

Такой подход соответствует цивилистической логике защиты слабой стороны договора: если лицо действует вне рамок профессиональной предпринимательской деятельности и получает услугу от профессионального участника рынка, то отсутствие прямого законодательного запрета на применение потребительского режима должно толковаться в пользу предоставления специальных гарантий.

Для сравнения и оценки возможности имплементации альтернативных решений и механизмов защиты физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг предполагается изучить опыт США¹⁰⁹. При этом стоит сразу обозначить, что в рамках настоящей работы рассматривается только регулирование федеральным правом и правом штатов предоставляемых физическим лицам – инвесторам на рынке ценных бумаг в силу их статуса как потребителей брокерских услуг гарантий их прав.

Права потребителей в США не тождественны правам инвесторов, хотя в праве ЕС и Великобритании преобладает сейчас противоположный подход¹¹⁰. При этом обратим особое внимание на то, что в праве ЕС можно найти признание того факта, что крупные клиенты финансовых организаций не должны защищаться наравне с мелкими. Так, например, все кредиты на сумму, превышающую 75 000 евро, выведены из-под действия Европейской

¹⁰⁸ См.: Фогельсон Ю.Б., Ефремова М.Д., Петрищев В.С. Защита прав потребителей финансовых услуг / отв. ред. Ю.Б. Фогельсон. М. : Норма : ИНФРА-М, 2010. 368 с.; Зайцев В.В. Признание и обеспечение прав личности как основное направление развития современного гражданского права // Современное право. 2024. № 11. С. 73–79.

¹⁰⁹ Лунц Л.А. Курс международного частного права : в 3 т. М. : Спарк, 2002. 1007 с.; Богуславский М.М. Международное частное право : учебник. 7-е изд., перераб. и доп. М. : Норма : Инфра-М, 2016. 672 с.

¹¹⁰ Молодыко К.Ю., Галиахметова Л.И. Некоторые направления развития законодательства о фондовом рынке. Закон. 2022. № 2. С. 173 – 175.

Директивы о потребительском кредитовании¹¹¹. Поэтому рецепция американского опыта должна касаться не терминологического переноса статуса потребителя, а функционального анализа гарантий, предоставляемых физическому лицу как клиенту профессионального участника финансового рынка¹¹².

В США защита прав клиентуры на финансовых рынках на федеральном уровне (в ряде случаев есть и отдельная защита на уровне отдельных штатов) распределена между разными федеральными агентствами, ключевыми из числа которых являются: Бюро по защите прав потребителей финансовых услуг (далее – CFPB, англ. «*Consumer Financial Protection Bureau*»¹¹³), SEC, Комиссия по торговле товарными фьючерсами (далее – CFTC, англ. «*Commodity Futures Trading Commission*»), Служба контролера денежного обращения (далее – OCC, англ. «*Office of the Comptroller of the Currency*»)¹¹⁴. При этом стоит отметить, что в данной работе не будет рассматриваться деятельность OCC как относящаяся к защите прав потребителей традиционных банковских услуг (кредиты, вклады, платежи), а не к рынку ценных бумаг; также в рамки данной работы не входит рассмотрение регуляторной специфики работы CFTC, требующей специального анализа¹¹⁵.

Для целей настоящего исследования важно не институциональное устройство американского регулирования само по себе, а то, что защита ин-

¹¹¹ Directive 2008/48/EC of the European Parliament and of the Council of 23 April 2008 on credit agreements for consumers and repealing Council Directive 87/102/EEC, Art. 2.2.c // EUROPA / EUR-Lex home / EUR-Lex – 32008L0048EN. URL: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2008/48/oj> (дата обращения: 15.06.2026).

¹¹² Богуславский М.М. Международное частное право : учебник. 7-е изд., перераб. и доп. М. : Норма : Инфра-М, 2016. 672 с.

¹¹³ Бюро создано в 2010 г. как реакция на финансовый кризис 2008 г., начало практическую деятельность летом 2011 г.

¹¹⁴ См. также Who Regulates Whom? An Overview of the U.S. Financial Regulatory Framework / Federation of American Scientists // Congressional Research Service Reports (March 10, 2020). URL: <https://sgp.fas.org/crs/misc/R44918.pdf> (дата обращения: 15.06.2026).

¹¹⁵ Waller Spencer Weber, Brady Jillian G., Acosta R.J., Fair Jennifer, Morse Jacob Consumer Protection in the United States: An Overview (January 12, 2011). P. 2–14, 17–25. European Journal of Consumer Law, May 2011. URL: <https://ssrn.com/abstract=1000226> (дата обращения: 15.06.2026).

вестора обеспечивается через специальные обязанности профессионального посредника перед клиентом¹¹⁶.

Компетенция СФРВ охватывает традиционные инструменты, предлагаемые розничными банками, преимущественно кредиты и депозиты. Бюро: а) разрабатывает и издает правила, регулирующие деятельность банков, кредитных союзов и других финансовых компаний, предлагающих потребительские финансовые продукты и услуги (например, кредитные карты, ипотечные кредиты, потребительские кредиты, платежные системы); б) осуществляет надзор за финансовыми компаниями, чтобы убедиться, что они соблюдают правила и не занимаются недобросовестной практикой; в) имеет право проводить проверки, требовать предоставления информации и применять санкции в случае нарушений, предоставляет потребителям информацию и инструменты, необходимые для принятия обоснованных финансовых решений; г) разрабатывает образовательные материалы, проводит семинары и вебинары, публикует статьи и руководства; д) принимает и рассматривает жалобы потребителей на финансовые компании. Бюро также имеет право подавать иски в суд против финансовых компаний, нарушающих закон, и может требовать возмещения убытков потребителям, уплаты штрафов и прекращения незаконной деятельности.

СФРВ имеет определенную степень независимости от политического влияния. Директор СФРВ назначается Президентом США, утверждается Сенатом на пятилетний срок, и его можно освободить от должности только «за халатность, злоупотребление служебным положением или неправомерные действия». Финансирование СФРВ осуществляется из бюджета Федеральной резервной системы, а не из бюджета Конгресса, что также обеспечивает его независимость.

Компетенция SEC охватывает торговлю ценными бумагами на национальных биржах и внебиржевом рынке, деятельность брокерских организа-

¹¹⁶ Брагинский М.И., Витрянский В.В. Договорное право. Книга первая : Общие положения. 3-е изд., стер. М. : Статут, 2011. 847 с.

ций, расследование случаев мошенничества и недобросовестного поведения в связи с реализацией ценных бумаг, а также защиту инвесторов¹¹⁷. Ее деятельность регулируется Законом о торговле ценными бумагами 1934 года¹¹⁸, однако в контексте защиты прав инвесторов наибольший интерес представляют дополнения, содержащиеся в Законе Додда-Франка 2010 года¹¹⁹. Реализация регулирующей функции SEC на практике осуществляется через одобрение подготовленных Службой регулирования отрасли финансовых услуг (далее – FINRA, англ. «*Financial Industry Regulatory Authority*») – саморегулирующей организацией на рынке ценных бумаг – актов, основанных на принципах, закрепленных в Законе о торговле ценными бумагами. На рынке муниципальных ценных бумаг аналогичную функцию выполняет Муниципальный совет по ценным бумагам (далее – MSRB, англ. «*Municipal Securities Rulemaking Board*»).

В федеральном праве США действует общий запрет несправедливых и вводящих в заблуждение деловых практик со стороны организаций в связи с осуществлением предпринимательской деятельности, призванный обеспечить права всех потребителей на федеральном уровне¹²⁰. Аналогичные нормы действуют и на уровне штатов, например, в составе Единообразного закона о вводящих в заблуждение торговых практиках в штате Делавэр¹²¹ или в соста-

¹¹⁷ 17 CFR § 200.1 - General statement and statutory authority. // Cornell Law School [Legal Information Institute]. – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/200.1> (дата обращения: 15.06.2026).

¹¹⁸ 15 U.S. Code Chapter 2B - SECURITIES EXCHANGES // Cornell Law School [Legal Information Institute]. – URL: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/chapter-2B> (дата обращения: 15.06.2026).

¹¹⁹ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act // Home // Legislation // 11th Congress // H.R. 4173 – Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. – URL: <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text> (дата обращения: 15.06.2026).

¹²⁰ 15 U.S. Code § 45 - Unfair methods of competition unlawful; prevention by Commission (1) // Cornell Law School [Legal Information Institute]. – URL: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/45> (дата обращения: 15.06.2026).

¹²¹ 6 Del. C. 1953, § 2531 – 2536 // Delaware Code // Title 6 – Commerce and Trade // Subtitle 2 – Other Laws Relating to Commerce and Trade // Chapter 25 – Prohibited Trade Practices // Subchapter III – Deceptive Trade Practices – URL: <https://delcode.delaware.gov/title6/c025/sc03/index.html> (дата обращения: 15.06.2026).

ве Закона о защите потребителей штата Массачусетс¹²². Законодательство штатов преимущественно раскрывает понятие вводящих в заблуждение деловых практик, а также указывает на предоставляемые потребителям гарантии их прав. Для защиты обозначенных выше прав потребителям в первую очередь доступны иски из общего права об обмане, мошенничестве и введении в заблуждение.

На уровне штатов защита прав потребителей осуществляется также через аппараты генеральных прокуроров штатов, в которые потребители вправе направить требование о проведении гражданского расследования (CID), англ. «*Civil Investigative Demand*»¹²³. Генеральные прокуроры штатов выдают CID в различных случаях, когда есть основания полагать, что были нарушены законы штата. Речь может идти о расследовании случаев мошенничества, недобросовестной рекламы, обмана потребителей, сговора или злоупотребления доминирующим положением на рынке, ограничения конкуренции, случаев мошенничества на рынке ценных бумаг, нарушения прав инвесторов и в ряде других обстоятельств.

Кроме общих гарантий прав, как общегражданских, так и доступных потребителям в целом, существуют и специальные, доступные только потребителям брокерских услуг. Большое значение имеет не сама нормативно-правовая база, а обеспечивающие соблюдение законодательных положений исполнительные органы. Единая централизованная система защиты прав потребителей отсутствует – надзор и регулирование делится на отрасли, соответствующие сегментам рынка, в том числе рынка финансовых услуг, и в пределах каждого сегмента осуществляются в первую очередь профильными федеральными агентствами. Например, существуют агентства, занимающие-

¹²² Mass. Gen. Laws ch. 93A // General Laws // Part I // Title XV – URL: <https://malegislature.gov/laws/generallaws/parti/titlexv/chapter93a> (дата обращения: 15.06.2026).

¹²³ См., напр.: Waller Spencer Weber, Brady Jillian G., Acosta R.J., Fair Jennifer, Morse Jacob Consumer Protection in the United States: An Overview (January 12, 2011). European Journal of Consumer Law, May 2011. URL: <https://ssrn.com/abstract=1000226> (дата обращения: 15.06.2026).

ся защитой потребителей пищевых продуктов, табачных продуктов, иных видов финансовых услуг.

Для брокерских организаций в такой роли выступает в первую очередь SEC. Ее деятельность регулируется Законом о торговле ценными бумагами 1934 г.¹²⁴, однако в контексте защиты прав инвесторов наибольший интерес представляют дополнения, содержащиеся в принятом в 2010 г. Законе Додда-Франка (англ. «*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*»)¹²⁵. Реализация регулирующей функции SEC на практике осуществляется не напрямую, а через одобрение актов, основанных на принципах, закрепленных в Законе о торговле ценными бумагами, подготовленных FINRA. На рынке муниципальных ценных бумаг аналогичную функцию выполняет Муниципальный совет по ценным бумагам.

Надзорная функция SEC имеет решающее значение и подчинена цели обеспечения исполнения законодательства на рынке ценных бумаг¹²⁶. В рамках взаимоотношений клиентов с брокерами к последним предъявляются значительные требования. В первую очередь, это обязанность добросовестно вести дела (англ. «*duty of fair dealing*»), которая нашла свое выражение в ряде положений, во многом дублирующих ранее упомянутый запрет вводящих в заблуждение деловых практик, включая общий запрет для сделок, связанных с торговлей ценными бумагами, частный запрет идентичного характера применительно к брокерским организациям и, наконец, запрет таких сделок на внебиржевом рынке¹²⁷. Сама обязанность раскрывается в актах СРО и подразумевает целый спектр общих и конкретных требований, предъявляемых к

¹²⁴ 15 U.S. Code Chapter 2B - SECURITIES EXCHANGES // Cornell Law School [Legal Information Institute]. – URL: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/chapter-2B> (дата обращения: 15.06.2026).

¹²⁵ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act // Home // Legislation // 11th Congress // H.R. 4173 – Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. – URL: <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text> (дата обращения: 15.06.2026).

¹²⁶ Подр. см.: Khademian Anne The Securities and Exchange Commission: A Small Regulatory Agency with a Gargantuan Challenge, 63 Pub. Admin. Rev. 515 (2002).

¹²⁷ 17 CFR § 240.10b и 17 CFR § 240.15c1-2 // Cornell Law School [Legal Information Institute]. – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-240> (дата обращения: 15.06.2026).

брокерам, включая поддержание высокого уровня коммерческой репутации, а также честности и справедливости деловых практик, необходимость соответствия рекомендаций инвестиционным целям клиента (англ. «*suitability*») для борьбы с мисселингом, своевременное раскрытие фактов наличия конфликта интересов и т. д.¹²⁸

Кроме того, у брокера также могут возникнуть обязанности, проистекающие из лично-доверительного характера брокерского договора (англ. «*fiduciary duty*») и подразумевающие приоритет интересов клиента над интересами брокера и полную прозрачность относительно фактов, которые могут иметь значение для принимаемых инвестором решений¹²⁹. При этом стоит иметь в виду, что формально такие обязанности за брокером не закрепляются, однако неоднократно суды указывали на необходимость их выполнения при определенных обстоятельствах, во-первых, свидетельствующих о наличии уверенности и доверия со стороны клиента по отношению к брокеру и проистекающих из высокого уровня специализации и компетентности брокерских организаций в вопросах, связанных с рынками ценных бумаг, и низкой осведомленностью в этой сфере их клиентов, во-вторых, по аналогии с не вызывающим вопросов фактом наличия обязанностей лично-доверительного характера у агентов по торговле недвижимостью (англ. «*real estate broker*»), а также вследствие применения к ним стандартов, предъявляемых к инвестиционным советникам, при фактическом предоставлении брокерами инвестиционных рекомендаций¹³⁰. Также стоит отметить, что в

¹²⁸ FINRA Rules 2010, 5110(c) // Rules & Guidance // FINRA Rules – URL: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules> (дата обращения: 15.06.2026). NASD Rules 2210(b), 2230, 2310, 2340, 2440, 2720 – FINRA: Official website / Rules & Guidance / NASD Rules – URL: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/nasdr-rules> (дата обращения: 15.06.2026).

¹²⁹ Information for Newly-Registered Investment Advisers – U.S. Securities and Exchange Commission: Official website / Home / Information for Newly-Registered Investment Advisers / Information for Newly-Registered Investment Advisers. (November 10, 2010) – URL: <https://www.sec.gov/divisions/investment/advoverview.html> (дата обращения: 15.06.2026).

¹³⁰ Davis v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 906 F.2d 1206 // OpenJurist // F.2d Federal Reporter. Second Series // 906 F.2d – URL: <https://openjurist.org/906/f2d/1206/davis-v-merrill-lynch-pierce-fenner-and-smith-inc> (дата обращения: 15.06.2026).

настоящее время ведется работа по формированию единого стандарта поведения для брокеров и инвестиционных советников.

Введение такого стандарта, во-первых, сделало бы необходимость соблюдения обязанностей лично-доверительного характера для брокеров безусловной и дополнительно обязало бы брокеров действовать в интересах клиента (англ. «*duty of loyalty*») и проявлять должную заботливость (англ. «*duty of care*»). Наконец, при исполнении поручений клиентов брокер должен обеспечивать для клиента лучшие условия, как правило, относительно цены, срока и исполнимости поручения (англ. «*best execution*»)¹³¹. Наконец, отдельное внимание регулятор уделяет защите персональных данных клиентов брокеров. От брокера требуется принятие дополнительных мер, призванных транслировать клиенту действия, предпринимаемые с его информацией, напоминания о возможности отзыва согласия на использование информации и т. д.¹³²

Отдельно стоит отметить, что при переходе от защиты прав потребителей к защите прав потребителей финансовых услуг в контексте защиты персональных данных при оказании брокерских услуг законодатель для обозначения требующей дополнительной защиты стороны договора от термина «потребитель» (англ. «*consumer*») также переходит к термину «клиент» (англ. «*customer*»). Субкатегория «клиент» соотносится с категорией «потребитель» как частное с общим и при этом отличительным признаком отношений клиента с организацией является их длительность¹³³. Использование данного термина вызвано именно стремлением обеспечить дополнительную защиту потребителям брокерских услуг и не свидетельствует о том, что на них не распространяются нормы о защите прав потребителей. При этом Закон Додда-Франка, вводя определение «розничного клиента», прямо указывает на то,

¹³¹ FINRA Rule 5310 // Rules & Guidance // FINRA Rules – URL: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules> (дата обращения: 15.06.2026).

¹³² 17 CFR Subpart A - Regulation S-P: Privacy of Consumer Financial Information and Safeguarding Personal Information // Cornell Law School [Legal Information Institute]. – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-248/subpart-A> (дата обращения: 15.06.2026).

¹³³ Ibid. 17 CFR § 248.3 – Definitions (g)(1), (j) и (k)(1).

что инвестирование лицами, относящимися к этой группе, осуществляется в личных, бытовых и семейных целях (англ. «*primarily for personal, family or household purposes*»)¹³⁴.

В целом понятия «потребитель» и «клиент», а также защита прав потребителей финансовых услуг и защита прав потребителей брокерских услуг соотносятся очень интересным образом. Несмотря на то, что брокерские услуги формально являются финансовыми, финансовые услуги в контексте компетенции Бюро по финансовой защите потребителей включают только более традиционные инструменты, предлагаемые розничными банками, преимущественно кредиты и депозиты¹³⁵. В компетенцию SEC же входят торговля ценными бумагами на национальных биржах и внебиржевом рынке, деятельность брокерских организаций, расследование случаев мошенничества и недобросовестного поведения в связи с реализацией ценных бумаг, а также защита инвесторов¹³⁶.

Из приведенного выше анализа можно сделать вывод, что в Российской Федерации и США применяются два различающихся подхода к защите прав потребителей в целом и прав потребителей брокерских услуг, в частности, хоть их и объединяют общие проблемы, связанные с непризнанием за физическими лицами – инвесторами на рынке ценных бумаг определенных прав из-за особенностей их статуса. В российской модели отсутствие потребительского статуса лишает инвестора не только отдельных процессуальных преимуществ, но и целостной системы частноправовых гарантий, компенсирующих его зависимость от профессионального участника рынка¹³⁷.

¹³⁴ H.R. 4173 Title X § 913 (a) // Home // Legislation // 11th Congress // H.R. 4173 – Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. – URL: <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text> (дата обращения: 15.06.2026).

¹³⁵ Ibid. H.R. 4173 Title X § 1002 (5).

¹³⁶ 17 CFR § 200.1 - General statement and statutory authority. // Cornell Law School [Legal Information Institute]. – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/200.1> (дата обращения: 15.06.2026).

¹³⁷ Грибанов В.П. Осуществление и защита гражданских прав. М. : Статут, 2000. 410 с.; Защита прав потребителей финансовых услуг / отв. ред. Ю.Б. Фогельсон. М. : Норма : Инфра-М, 2010. 368 с.

Различие заключается в следующем: во-первых, в Российской Федерации существуют, или предполагается, что должны существовать, несколько соподчиненных категорий: потребители, потребители финансовых услуг, потребители брокерских услуг. Так как категории включают в себя субкатегории, лица, относящиеся к субкатегории низшего порядка, дополнительно получают, или предполагается, что должны получать, все права, свободы и гарантии, то есть правовой инструментарий, доступный и представителям вышестоящих категорий или субкатегорий.

В США же эти категории существуют параллельно и правовой инструментарий, который в Российской Федерации доступен представителям нижестоящих субкатегорий как полностью поглощаемых вышестоящими, в США должен устанавливаться отдельно в рамках каждой категории. Второй особенностью является акцент не на создании эффективного нормативного регулирования, а на создании инфраструктуры, эффективно это регулирование обеспечивающей, свойственный США, что в целом можно считать производным от значительной роли судебного усмотрения или правоприменительной практики в процессе реализации правовых норм, характерных для стран англо-саксонской правовой семьи.

Инициатива по обеспечению прав в рамках такой системы принадлежит в первую очередь специализированным органам, а не самим потребителям, как в Российской Федерации. То есть в США физическое лицо – инвестор на рынке ценных бумаг, являясь слабой стороной, все-таки имеет сильного защитника в лице SEC. Именно поэтому лишение потребителей брокерских услуг в Российской Федерации доступного потребителям финансовых услуг инструментария, необходимого им для защиты своих прав, имеет критическое значение для их защищенности. Тем самым американская модель в большей степени строится на публично-правовой инфраструктуре обеспечения частных интересов, тогда как российская модель сохраняет зависимость инвестора от самостоятельного обращения за защитой нарушенного права.

Тем не менее, учитывая отсутствие в законодательстве о защите прав потребителей Российской Федерации положений, указывающих на невозможность применения к физическим лицам – инвесторам на рынке ценных бумаг статуса потребителя, для совершенствования российской системы защиты прав потребителей брокерских услуг и обеспечения их прав, нарушаемых в условиях сформировавшейся судебной практики, не требуется радикального ее переосмысления. Первостепенной и наиболее простой в имплементации задачей, как уже отмечалось выше, должно стать наделение клиентов по брокерским договорам статусом потребителей.

Благоприятным для положения физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг стала бы и рецепция подхода с предоставлением им как клиентам особого статуса, обусловленного длительностью, или предполагаемой длительностью, правоотношений с брокером. Наполнением этого статуса в случае его имплементации должен стать набор прав, связанных с агентским характером таких отношений и направленный на формирование долгосрочного сотрудничества, в рамках которого брокер получает стабильный денежный поток на длительный срок, а клиент – качественную услугу, удовлетворяющую его потребности.

1.3. Специальные гарантии прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг – физических лиц

Права и законные интересы инвестора в первую очередь обеспечиваются наиболее общими требованиями к брокеру и порядку осуществления его деятельности, установленными законодателем в контексте правового регулирования брокерской деятельности¹³⁸, а также всеми доступными инве-

¹³⁸ См., напр.: Вилкова Т.Б. Основные требования к осуществлению брокерской деятельности на российском рынке ценных бумаг // Финансы: теория и практика. 2002. №1. С.104-113.

сторю как клиенту брокера (и стороне брокерского договора) способами защиты прав, возникающих из договоров¹³⁹.

Большинство актов, регулирующих деятельность брокеров, устанавливают требования либо к самому брокеру и призваны обеспечить выполнение им принятых на себя обязательств в отношении клиентов, либо – к порядку выполнения брокером таких обязательств. Фактически выполнение требований нормативных актов, затрагивающих права и интересы инвесторов – физических лиц, возлагается на брокера как на лицо, через которое проходит взаимодействие физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг с рынком и которое наиболее тесно взаимодействует с таким инвестором. В гражданско-правовом аспекте это означает, что именно брокер является тем профессиональным посредником, от поведения которого зависит реальная возможность инвестора осуществлять принадлежащие ему права на рынке ценных бумаг¹⁴⁰. Например, проведение рассмотренного выше тестирования инвесторов для получения ими расширенного доступа к инструментам рынка ценных бумаг возложено именно на брокеров.

Такие акты, за исключением уже перечисленных выше, носят подзаконный характер и принимаются Банком России¹⁴¹. В их числе указания Банка России № 5873-У¹⁴² и № 5436-У¹⁴³, устанавливающие нормы доста-

¹³⁹ См., напр.: Канатов Р.К. Права и обязанности брокера и клиента по договору об оказании брокерских услуг на рынке ценных бумаг (брокерскому договору) в странах Евразийского экономического союза: доктрины, правовое регулирование, законодательство и практика применения // *Международное право*. 2020. № 2. С.1-23.

¹⁴⁰ Брагинский М.И., Витрянский В.В. *Договорное право*. Книга первая : Общие положения. 3-е изд., стер. М. : Статут, 2011. 847 с.; Васильев М.Б. *Брокерский договор на рынке ценных бумаг Российской Федерации* : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. М., 2006. 20 с.

¹⁴¹ Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков» от 23.07.2013 № 251-ФЗ // *Собрание законодательства Российской Федерации*. 2013. № 30 (Часть I). Ст. 4084.

¹⁴² Указание Банка России от 02.08.2021 № 5873-У «Об установлении обязательного норматива достаточности капитала для профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих дилерскую, брокерскую деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами и деятельность фьючерс-дилеров» (Зарегистрировано в Минюсте России 02.09.2021 №64857) // *Вестник Банка России*. 2021. № 65.

точности и ликвидности средств; указания Банка России № 6681-У, № 3349-У¹⁴⁴, и № 5652-У¹⁴⁵, устанавливающие правила совершения сделок за счет средств клиентов; а также Постановление Правительства Российской Федерации № 761¹⁴⁶ и Указание Банка России № 6270-У¹⁴⁷, регулирующие отдельные вопросы, связанные с инфраструктурой рынка ценных бумаг; и наконец ряд указаний, устанавливающих порядок ведения внутреннего и бухгалтерского учета в соответствующих организациях. Особое значение имеют указания Банка России № 4026-У с изменениями, внесенными № 4586-У¹⁴⁸, и № 4585-У¹⁴⁹, устанавливающие перечень стандартов, подлежа-

¹⁴³ Указание Банка России от 13.04.2020 № 5436-У «Об установлении обязательного норматива краткосрочной ликвидности для брокера, которому клиентами предоставлено право использования их денежных средств в его интересах (Зарегистрировано в Минюсте России 25.05.2020 №58454) // Вестник Банка России. 2020. № 46.

¹⁴⁴ Указание Банка России от 25.07.2014 № 3349-У «О единых требованиях к правилам осуществления брокерской деятельности при совершении операций с имуществом клиента брокера» (Зарегистрировано в Минюсте России 25.08.2014 №33865) // Вестник Банка России, № 81, 10.09.2014.

¹⁴⁵ Указание Банка России от 07.12.2020 № 5652-У «О случаях, когда поручение клиента, указанное в пункте 2.3 статьи 3 Федерального закона от 22 апреля 1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», исполняется путем совершения брокером сделки с третьим лицом не на организованных торгах, случаях исполнения брокером обязательств перед клиентом, когда брокер вправе зачислить собственные денежные средства на специальный брокерский счет, а также требованиях к осуществлению брокерской деятельности к осуществлению брокерской деятельности при совершении операций с денежными средствами клиентов» (Зарегистрировано в Минюсте России 14.01.2021 №62093) // Вестник Банка России. 2021. № 6.

¹⁴⁶ Постановление Правительства РФ от 31.08.2013 № 761 «Об утверждении перечня услуг, непосредственно связанных с услугами, которые оказываются в рамках лицензируемой деятельности регистраторами, депозитариями, включая специализированные депозитарии и центральный депозитарий, дилерами, брокерами, управляющими ценными бумагами, управляющими инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, клиринговыми организациями, организаторами торговли, реализация которых освобождается от обложения налогом на добавленную стоимость» // Собрание законодательства Российской Федерации. 2013. № 36. Ст. 4588.

¹⁴⁷ Указание Банка России от 27.09.2022 № 6270-У «Об объеме, формах, сроках и порядке составления и представления отчетности специализированного депозитария" (вместе с "Порядком и сроками представления отчетности специализированного депозитария, предусмотренной приложением 1 к указанию Банка России от 13 января 2021 года N 5713-У "Об объеме, формах, сроках и порядке составления и представления отчетности специализированного депозитария» (Зарегистрировано в Минюсте России 10.02.2023 №72318) // Вестник Банка России. 2023. № 12.

¹⁴⁸ Указание Банка России от 30.05.2016 № 4026-У (ред. от 26.10.2017) «О перечне обязательных для разработки саморегулируемыми организациями в сфере финансового рынка, объединяющими брокеров, дилеров, управляющих, депозитариев, регистраторов, базовых стандартов и требованиях к их содержанию, а также перечне операций (содер-

щих разработке саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг, объединяющих брокеров и иных профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также требования к таким стандартам¹⁵⁰.

Также в соответствии с п. 1 ст. 49 Федерального закона «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Банку России полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков» продолжает действовать ряд актов Федеральной службы по финансовым рынкам.

Инвестор – физическое лицо в роли клиента, заключая с брокером договор о брокерском обслуживании, устанавливает договорные правоотношения, которые регулируются как общими нормами Гражданского кодекса о договорах, так и нормами специальной части об отдельных видах договоров, в частности о посреднических договорах¹⁵¹.

Брокерский договор, несмотря на свою значимость, является, наверное, самой неразработанной сферой правового регулирования применительно к деятельности инвесторов на рынке ценных бумаг. В доктрине и практике даже отсутствует единый подход к определению его правовой природы. В силу наличия ряда общих свойств его часто рассматривают как отдельный вид одного из посреднических договоров или как смешанный договор, чем вызвана

жании видов деятельности) на финансовом рынке, подлежащих стандартизации в зависимости от вида деятельности финансовых организаций» (Зарегистрировано в Минюсте России 08.06.2016 №42453) // Вестник Банка России. 2016. № 56.

¹⁴⁹ Указание Банка России от 26.10.2017 № 4585-У «О требованиях к содержанию базовых стандартов защиты прав и интересов физических и юридических лиц – получателей финансовых услуг, оказываемых членами саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка, объединяющих брокеров, управляющих, депозитариев, регистраторов» (Зарегистрировано в Минюсте России 24.11.2017 №49006) // Вестник Банка России. 2017. № 103.

¹⁵⁰ Подр. см. Селивановский А.С. Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учебник. М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2014. 579 с.:

¹⁵¹ Брагинский М.И., Витрянский В.В. Договорное право. Книга первая : Общие положения. 3-е изд., стер. М : Статут, 2011. 847 с.; Васильев М.Б. Брокерский договор на рынке ценных бумаг Российской Федерации : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. М., 2006. 20 с.; Кузнецов М.В. Договорные формы осуществления профессиональной деятельности участника рынка ценных бумаг : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. М., 2012. 26 с.

необходимость применения к нему отдельных положений о договорах комиссии и поручительства, а также агентского договора¹⁵². В отсутствие четкого нормативно-правового регулирования пробелы заполняются в тексте таких договоров, точнее путем включения в них ссылок на регламенты брокерских организаций, однако это делается непосредственно брокерскими организациями к собственной выгоде, в результате чего происходит дальнейшее ухудшение положения инвесторов. Следовательно, неопределенность правовой природы брокерского договора непосредственно влияет на объем и содержание гражданско-правовых гарантий клиента, поскольку именно договорная конструкция определяет распределение рисков, обязанностей и ответственности сторон¹⁵³.

На практике между инвестором и брокером как сторонами договора об оказании брокерских услуг и потенциальными сторонами споров, которые могут возникнуть из этого договора, существует значительная диспропорция¹⁵⁴. Данная диспропорция проявляется в трех аспектах.

1) Договорная диспропорция существует в результате особенности заключения потребительских брокерских договоров путем присоединения клиента к типовым условиям, разработанным брокером. Как правило, в договор включена ссылка на такие условия и при подписании клиент может даже

¹⁵² Васильев М.Б. О правовой природе договора брокерских услуг на рынке ценных бумаг // Журнал российского права. 2005. № 10 (106). С. 43-44.

Хухорев С.В. О применении положений ГК к договору о брокерском обслуживании / закон.ру — 05.07.2016 URL: https://zakon.ru/blog/2016/7/5/o_primenenii_polozhenij_gk_k_dogovoru_o_brokerskom_obslyuzhivanii?AspxAutoDetectCookieSupport=1 (дата обращения: 15.06.2026).

¹⁵³ Васильев М.Б. Брокерский договор на рынке ценных бумаг Российской Федерации : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. М., 2006. 20 с.; Брагинский М.И., Витрянский В.В. Договорное право. Книга третья : Договоры о выполнении работ и оказании услуг. 2-е изд., стер. М. : Статут, 2011. 1055 с.

¹⁵⁴ Хухорев, С.В. Розничные клиенты как слабая сторона договора с профессиональными участниками рынка ценных бумаг / закон.ру — 14.10.2017 URL: https://zakon.ru/blog/2017/10/14/roznichnye_klienty_kak_slabaya_storona_dogovora_s_professionalnymi_uchastnikami_rynka_cennyh_bumag (дата обращения: 15.06.2026). Слабая сторона в гражданском правоотношении : сравнительно-правовое исследование : монография / под науч. ред. Е.В. Вавилина. М. : Проспект, 2019. 184 с.; Защита прав потребителей финансовых услуг / отв. ред. Ю.Б. Фогельсон. М. : Норма : ИНФРА-М, 2010. 368 с.

не получить возможности ознакомиться с их содержанием. Ситуация лишь усугубляется с развитием практики дистанционного заключения договоров, которая получила еще более широкое распространение в период пандемии.

2) Информационная диспропорция заключается в низком уровне осведомленности клиентов о ситуации на рынке брокерских услуг, своих правах при заключении договора и последующих взаимоотношениях с брокером, механизмах функционирования рынка ценных бумаг и т. д. Поэтому даже клиент, у которого есть возможность полностью ознакомиться с текстом заключаемого договора, не всегда в состоянии понять содержание его условий, разработанных специалистами рынка ценных бумаг с использованием соответствующей терминологии. С одной стороны, клиент оказывается не в состоянии повлиять на условия договора, однако, с другой стороны, ни у одной брокерской организации нет возможности операционно обеспечить согласование особых условий при заключении договора с каждым из клиентов в силу их значительного числа.

3) Наконец, в случае возникновения спора проявляется также и процессуальная диспропорция. На клиента ложится бремя доказывания факта нарушения его законных прав и интересов. При этом у него совершенно отсутствует какой-либо ресурс для этого, так как вся документация в связи с обслуживанием брокерского счета, а равно любая связанная с ним информация, ведется или собирается брокером, а ее предоставление и помощь противоположной стороне прямо идет вразрез с его интересами¹⁵⁵.

В настоящее время Банком России предпринимаются действия, направленные на смягчение информационной диспропорции в контексте подписания брокерского договора. Одним из них является рекомендация брокерам разработать краткое изложение наиболее существенных условий брокерского договора отдельно от иных его положений, с которым клиент мог бы ознакомиться перед присоединением к договору целиком. Данная

¹⁵⁵ Ефремова М. Д., Петрищев В. С., Румянцев С. А. [и др.] Защита прав потребителей финансовых услуг / отв. ред. Ю. Б. Фогельсон. М.: Норма, ИНФРА-М, 2010. С. 23 – 30.

конструкция во многом повторяет механизм, введенный для уведомления об условиях заключаемой инвестором сделки через предоставление паспорта финансового продукта. Однако применительно к уведомлению об условиях брокерского договора предоставлению подлежит информация не о возникающих в результате заключения соглашения обязательствах, а об обязательствах, которые могут возникнуть в результате совершения клиентом определенных действий в рамках являющегося рамочным брокерского договора. Такой механизм может рассматриваться как способ предварительного выравнивания информационного положения сторон договора, однако сам по себе он не устраняет договорную зависимость клиента от профессионального посредника.

В перечень информации, рекомендуемой Банком России к предоставлению, входит: предмет поручений, которые клиент может дать брокеру, и виды операций, которые брокер может совершить от имени клиента, условия использования денежных средств и ценных бумаг клиента (в частности для совершения сделок РЕПО (англ. «repurchase agreement») на условиях овер-найт), указание на необходимость прохождения тестирования или получения статуса квалифицированного инвестора для получения доступа к отдельным видам операций, комиссии брокера, порядок расторжения брокерского договора и урегулирования возникающих в его связи споров, а также риск потери средств¹⁵⁶.

Кроме того, в отношении брокеров действует требование о соблюдении минимального стандарта раскрытия информации при заключении брокерского договора. Оно подразумевает направление брокером при заключении брокерского договора клиенту анкеты, подлежащей подписанию таким клиентом. В данной анкете преимущественно обозначены риски, которые клиент может понести в связи с заключением такого брокерского договора, поэтому она, в свою очередь, функционально во многом повторяет декларацию о рис-

¹⁵⁶ Брокеру следует разъяснять инвестору ключевые условия брокерского обслуживания – 4 сентября 2023 г. – Банк России: официальный сайт Главная/ Новости – URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=17038> (дата обращения: 15.06.2026).

ках или механизм тестирования, так как с ее помощью брокер митигирует (смягчает) риск оспаривания договора как заключенного под влиянием существенного заблуждения по основаниям, закрепленным в ст. 178 Гражданского Кодекса Российской Федерации¹⁵⁷.

Своего максимального значения информационная диспропорция достигает применительно к внебиржевым производным финансовым инструментам (далее – ПФИ), которые могут быть заключены между брокером и физическим лицом, признанным квалифицированным инвестором, по которым такой брокер выступает расчетным агентом. В силу наличия у брокера значительно более высокой экспертизы в вопросах, связанных с определением цены базового актива, являющимся основной функцией торгового подразделения такого брокера, нельзя представить ситуацию, в которой расчетным агентом выступало бы физическое лицо. Таким образом, несмотря на наличие у физического лица договорных способов оспаривания некорректно проведенного расчета, у него может не быть экспертизы, чтобы выявить такую некорректность.

При этом повышенный стандарт раскрытия информации для профессиональных участников рынка ценных бумаг и финансовых инструментов в отношении подобных сложных финансовых инструментов действует и применительно к сделкам, исполнение которых связано с осуществлением всеми их сторонами предпринимательской деятельности, и следует из общей обязанности участников гражданских правоотношений действовать добросовестно, закрепленной в п. 3 ст. 1 Гражданского кодекса Российской Федерации. Данная позиция была выражена в подготовленном проекте Информационного

¹⁵⁷ Указание Банка России от 01.10.2024 № 6886-У «О минимальных (стандартных) требованиях к объему и содержанию информации, предоставляемой кредитной организацией, действующей от своего имени при совершении сделки с физическим лицом по возмездному отчуждению ценных бумаг, при заключении договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, либо действующей от имени и (или) по поручению некредитной финансовой организации при заключении с физическим лицом договоров об оказании финансовых услуг, в том числе об их условиях и рисках, связанных с их исполнением, а также о форме, способах и порядке предоставления указанной информации» (Зарегистрировано в Минюсте России 06.11.2024 № 80033) // Вестник Банка России. 2024. № 46.

письма Президиума Высшего арбитражного суда Российской Федерации (не было опубликовано). В рамках обсуждаемого проекта предполагалось указать на наличие у «слабой стороны» права расторгнуть спорный договор и требовать возмещения возникших в связи с его заключением убытков, если профессиональный участник осознавал, что предлагаемый финансовый инструмент слишком рискован для клиента¹⁵⁸.

Кроме того, стоит отметить, что в косвенном характере взаимодействия инвестора с рынком (через брокера, выполняющего роль финансового посредника) одновременно кроется и благо, и дополнительный источник опасности. Несмотря на то, что брокер, выступая в роли финансового посредника, должен действовать в интересах клиента и всячески «опекать» его, иногда он с целью обогащения предпочитает преследовать собственные интересы. Многие брокеры были уличены в недобросовестных практиках в отношении со своими клиентами.

Одним из наиболее резонансных дел в этом плане стало расследование Федерального бюро расследований США в 2014 г. фактов продажи брокерами информации о поступающих им поручениях высокочастотным трейдерам, которые на основании такой информации заключали опережающие сделки, фактически манипулируя рынком¹⁵⁹. К сожалению, данный пример недобросовестного действия в конфликте интересов является далеко не единственным. Стремительное развитие технологий и проникновение их в различные аспекты человеческой деятельности, включая и функционирование рынка ценных бумаг, лишь усиливают риск их потенциальной эксплуатации техни-

¹⁵⁸ Проект Информационного письма Президиума Высшего арбитражного суда Российской Федерации «Об отдельных вопросах разрешения споров из договоров процентного свопа» (по состоянию на 17.09.2013) (подготовлен ВАС РФ)// Справочно-правовая система «КонсультантПлюс» – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_67239/ (дата обращения: 15.06.2026). См., напр.: Бевзенко С. Акцессорность свопа, информационная диспропорция и односторонний отказ от обязательства в проекте информационного письма Президиума ВАС о некоторых вопросах производных финансовых инструментов / закон.ру 18.09.2013 https://zakon.ru/blog/2013/09/18/akcessornost_svopa_informacionnaya_disproporcija_i_odnostoronnij_otkaz_ot_obyazatelstva_v_proekte_in (дата обращения: 15.06.2026).

¹⁵⁹ Льюис Майкл Flash Boys: Высокочастотная революция на Уолл-стрит – Flash Boys A Wall Street Revolt.- М.: Альпина Паблишер, 2015.

чески-смекалистами и находчивыми мошенниками. Мошеннические схемы на рынке ценных бумаг опережают меры, принимаемые государством для их предотвращения, и являются серьёзным вызовом для регулятора, требующим его постоянного внимания¹⁶⁰.

Однако отсутствие у брокера преступного умысла еще не означает его заинтересованности в сохранении и преумножении клиентами денежных средств. В настоящее время плата за обслуживание брокерского счета часто не взимается и основной доход брокера составляет комиссия за совершение операций. Соответственно, брокер в первую очередь заинтересован в совершении клиентом наибольшего количества операций, что является далеко не самой удачной стратегией для начинающих инвесторов. И даже в случае с более опытными инвесторами или спекулянтами, занимающимися «дэйтрэйдингом», в долгосрочной перспективе не служит их выгоде. Таким образом, экономическая целесообразность деятельности брокерской организации растет не с качеством инвестиционных решений ее клиентов, а с количеством совершаемых такими клиентами операций, что представляет собой очевидный конфликт интересов между брокером и его клиентом.

Отдельно стоит отметить и сложившуюся практику взаимодействия брокеров со своими клиентами. Если ранее клиенты отдавали брокеру поручения с помощью телефонных звонков, то со временем данный процесс значительно изменился. В настоящее время он осуществляется с помощью компьютерной программы, а в большинстве случаев – приложения для мобильного телефона. Благодаря стараниям UX-дизайнеров, разобраться в них значительно проще, чем в торговом терминале в его традиционном виде, однако все равно их использование часто представляет затруднение для начинающих инвесторов, даже для более молодых и активных пользователей, хорошо знакомых с современными технологиями. С помощью используемой клиентом

¹⁶⁰ Подр. см.: Матыцин Д.Е. Дистанционное инвестирование в интернет-пространстве: законодательство, риски, защита прав участников сделок: монография / Д.Е. Матыцин. – Волгоград: Изд-во ВолГУ, 2022. – 323 с.; *Он же*. Инвестирование в информационном пространстве: превенция конфликтов и технологии защиты прав и законных интересов участников сделок: монография // Волгоград: Изд-во ВолГУ, 2020. – 322 с.

программы осуществляется преимущественно подача поручений клиентом, получаемые данные впоследствии автоматически обрабатываются другой программой, настройка которой должна осуществляться сотрудниками брокера с учетом требований законодательства и соблюдением требований к действию в конфликте интересов.

Кроме того, применительно к внебиржевым производным финансовым инструментам, которые могут быть заключены между брокером и физическим лицом, признанным квалифицированным инвестором, усугубляется и конфликт интересов, поскольку инвестор, выступающий клиентом брокера, в рамках такой сделки одновременно будет выступать и его контрагентом. В рамках правоотношений между клиентом и брокером действует более высокий стандарт добросовестности, а также фидуциарные обязанности брокера по отношению к клиенту. Контрагентские отношения же подразумевают равенство вступающих в них сторон, несмотря на очевидный недостаток экспертизы инвестора¹⁶¹. Учитывая тот факт, что сделки ПФИ по своей структуре являются аналогом игры с нулевой суммой (или антагонистической игрой) в том смысле, что убыток инвестора по такой сделке будет составлять доход брокера и, наоборот, доход брокера по такой сделке будет составлять убыток инвестора, реализация ситуации конфликта интересов представляется неизбежной.

При этом, несмотря на существование регулирования, которое направлено на предотвращение конфликта интересов, а также управление им, и которое имеет своей целью преимущественно предотвращение совершения брокером опережающих сделок с финансовыми инструментами, в отношении которых им было получено поручение клиента, а также на установление так называемой «китайской стены», а именно организационной независимости, подразумевающей наличие информационного барьера, между подразделением, совершающим сделки за счет и в интересах клиента, и подразделением,

¹⁶¹ Подр. см.: Васильева О.В. Правовое регулирование деятельности коммерческого банка как профессионального участника рынка ценных бумаг в Российской Федерации: дисс. ... д-ра юрид. наук. – М., 2005. – 165 с.

совершающим сделки непосредственно на позицию брокера¹⁶², а также разработку необязательных методологических рекомендаций, предложенных НФА своим членам еще в статусе СРО¹⁶³, ситуация конфликта интересов, вызываемая совпадением клиента и контрагента в одном лице, остается без общепринятых мер по ее митигации. В случае ее наступления брокеру остается руководствоваться лишь общими принципами, установленными на уровне внутренних документов СРО, а именно: требованием осуществлять свою деятельность разумно и добросовестно и соблюдать приоритет интересов клиентов над собственными интересами, запретом злоупотреблять своими правами и ущемлять интересы клиентов, а также устанавливать приоритет интересов одного клиента или группы клиентов над интересом другого клиента или группы клиентов (п. 1.2 – 1.6 Базовый стандарт защиты прав инвесторов физических и юридических лиц – получателей финансовых услуг, оказываемых членами саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка, объединяющих брокеров)¹⁶⁴.

В регулировании многих стран извлечение выгоды из факта наличия информационной диспропорции между потребителями финансовых услуг и финансовыми организациями признается недобросовестным. Защита прав инвестора в таких случаях, как правило, возможна в судебном порядке в силу нарушения финансовой организацией ее фидуциарных обязанностей. В рос-

¹⁶² Указание Банка России от 23.08.2021 № 5899-У «Об обязательных для профессиональных участников рынка ценных бумаг требованиях, направленных на выявление конфликта интересов, управление им и предотвращение его реализации» (Зарегистрировано в Минюсте России 19.10.2021 №65474) // Вестник Банка России. 2021. № 75.

¹⁶³ Рекомендации к порядку организации и осуществления профессиональным участником рынка ценных бумаг выявления конфликта интересов, управления им и предотвращения его реализации Саморегулируемой организации «Национальная финансовая ассоциация» – НФА: официальный сайт / Главная / Стандарты и документы/ Методические материалы – URL: <https://nfa.ru/guide/methodical-documents/> (дата обращения: 15.06.2026).

Национальная финансовая ассоциация решила отказаться от статуса СРО – ТАСС, 15 марта 2023 – НАУФОР: официальный сайт / Главная / Новости/ НАУФОР в СМИ. URL: <https://naufor.ru/tree.asp?n=25617> (дата обращения: 15.06.2026).

¹⁶⁴ Базовый стандарт защиты прав инвесторов физических и юридических лиц – получателей финансовых услуг, оказываемых членами саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка, объединяющих брокеров – НАУФОР: официальный сайт / Главная / Стандарты/ Базовые стандарты – URL: <https://www.naufor.ru/tree.asp?n=18276> (дата обращения: 15.06.2026).

сийской практике в рамках предоставления иных, более распространенных, финансовых услуг, в частности потребительского кредитования, также существовали подобные прецеденты, связанные с включением в договоры односторонних условий, навязыванием услуг и т.д. Со временем потребители стали получать судебную защиту в случае нарушения их прав¹⁶⁵. Впоследствии нормы, призванные обеспечить их права, также были закреплены на законодательном уровне¹⁶⁶.

Другим следствием информационной диспропорции и дополнительным риском для клиента брокера является мисселинг. Регулирование данного аспекта на уровне законодательства отсутствует и единственным релевантным источником каких-либо гарантий для физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг выступают внутренние документы СРО. Применительно к финансовым инструментам, предназначенным для квалифицированных инвесторов, на уровне внутренних документов СРО в качестве принципов устанавливаются недопустимость мисселинга и требование информирования клиента, а также порядок такого информирования. Кроме того, содержатся конкретизирующие принцип недопустимости мисселинга запреты различных его форм, а именно: запрет обуславливать приобретение одних финансовых инструментов приобретением иных финансовых инструментов, а также запрет предлагать финансовый инструмент клиенту, несмотря на его явно выраженный отказ от получения предложения¹⁶⁷.

¹⁶⁵ Информационное письмо Президиума Высшего арбитражного суда Российской Федерации от 13.09.2011 № 146 «Обзор судебной практики по некоторым вопросам, связанным с применением к банкам административной ответственности за нарушение законодательства о защите прав потребителей при заключении кредитных договоров» // Вестник Высшего арбитражного суда Российской Федерации. 2011. № 11.

Информационное письмо Президиума Высшего арбитражного суда Российской Федерации от 13.09.2011 № 147 «Обзор судебной практики разрешения споров, связанных с применением положений Гражданского кодекса Российской Федерации о кредитном договоре» // Вестник Высшего арбитражного суда Российской Федерации, 2011. № 11.

¹⁶⁶ Федеральный закон от 21 декабря 2013 г. № 353-ФЗ «О потребительском кредите (займе)» // Собрание законодательства Российской Федерации. 2013. №51. Ст. 6673.

Селивановский, А.С. Правовое регулирование рынка производных финансовых инструментов: учебник. М., 2022. С. 105.

¹⁶⁷ Внутренний стандарт НАУФОР «Требования к взаимодействию с физическими лицами при предложении финансовых инструментов, а также услуг по совершению необеспечен-

При этом на уровне законодательства полный запрет мисселинга не установлен ни в отношении брокерских продуктов, ни в отношении иных финансовых услуг, а Федеральный закон «О защите прав потребителей» содержит запрет обуславливать приобретение одних товаров (работ, услуг) обязательным приобретением иных товаров (работ, услуг)¹⁶⁸, который призван защитить лишь от одной из форм мисселинга и который в том числе распространяется на правоотношения, возникающие при потребительском кредитовании, но в силу неприменимости потребительского регулирования к клиентам брокерских организаций, все равно никаким образом не обеспечивает их прав.

Положения, устанавливающие порядок информирования клиентов о финансовых инструментах для неквалифицированных инвесторов, закрепленные на уровне внутренних документов СРО, носят более фрагментарный характер, несмотря на презюмируемый более высокий стандарт защиты инвесторов данной категории, и лишь определяют форму, в которой должно происходить такое информирование¹⁶⁹. Однако при этом нельзя считать, что в данном вопросе физическое лицо – инвестор на рынке ценных бумаг является наиболее незащищенным. Наоборот, ему доступен эффективный инструмент оспаривания сделки как заключенной под влиянием существенного заблуждения по основаниям, закрепленным в ст. 178 Гражданского кодекса Российской Федерации¹⁷⁰. Кроме того, как было установлено, одним из краеугольных инструментов защиты прав инвесторов на рынке ценных бумаг является именно раскрытие информации, в связи с чем регулятором на уровне

ных сделок», п. 2.1 – НАУФОР: официальный сайт / Главная / Стандарты / Базовые стандарты – URL: <https://naufor.ru/tree.asp?n=18297> (дата обращения: 15.06.2026).

¹⁶⁸ ст. 16, Закон РФ «О защите прав потребителей»: Закон РФ от 07.02.1992 № 2300-1 // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996, № 3. Ст. 140.

¹⁶⁹ Внутренний стандарт НАУФОР «Требования к предоставлению брокерами физическим лицам – получателям финансовых услуг информационных документов о финансовых инструментах» – НАУФОР: официальный сайт / Главная / Стандарты / Базовые стандарты. – URL: <https://naufor.ru/tree.asp?n=25538> (дата обращения: 15.06.2026).

¹⁷⁰ Тем не менее, даже при оспаривании по данному основанию инвестор должен будет собрать доказательства недостаточного ознакомления его брокером с сущностью приобретенного финансового продукта, что может быть сложной задачей, учитывая наличие информационной диспропорции в их отношениях.

законодательства предъявляются строгие требования к его осуществлению, а также осуществляются контрольные меры в этом отношении.

Учитывая использование раскрытия информации в качестве основной гарантии прав инвесторов на рынке ценных бумаг США, действующее правовое регулирование в целом направлено на устранение информационной диспропорции через обеспечение гарантированного уровня информированности инвестора о приобретаемых им финансовых инструментах. При смене характера и субъектного состава регулируемого правоотношения с предложения финансового инструмента в качестве эмитента на финансовую услугу по приобретению такого финансового инструмента со стороны брокера меняется и состав подлежащей раскрытию информации. На уровне законодательного акта закреплена необходимость обязательного раскрытия факта наличия, влияния, аффилированности или заинтересованности в отношении с эмитентом ценной бумаги в самой ценной бумаге или в предложении такой ценной бумаги¹⁷¹. При этом соответствующие требования продублированы и на уровне акта СРО¹⁷². Отдельно на уровне акта СРО закреплена необходимость обязательного раскрытия в отношении клиентов, не являющихся институциональными инвесторами, информации о нетто характере сделки (факте приобретения или продажи ценной бумаги у другого брокера или дилера по цене менее выгодной для клиента, чем цена сделки с таким клиентом) и получения дополнительного письменного согласия на заключение такой сделки¹⁷³, а также раскрытия по требованию клиента информации о финансовом состоянии брокера¹⁷⁴.

В контексте регулирования конфликта интересов в рамках правоотношений брокера и клиента одним из ограничителей выступает обязанность

¹⁷¹ 17 CFR Part 240 - PART 240—GENERAL RULES AND REGULATIONS, SECURITIES ACT OF 1933, §§ 240.15c1-5, 240.15c1-6 – Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-240> (дата обращения: 15.06.2026).

¹⁷² FINRA Rule 2262 // Rules & Guidance // FINRA Rules – URL: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules> (дата обращения: 15.06.2026).

¹⁷³ Ibid, FINRA Rules 2124, 2269 и 5121.

¹⁷⁴ Ibid, FINRA Rule 2261.

действовать в лучших интересах клиента, во многом схожая с обусловленной доверительным характером отношений между таким консультантом и клиентом фидуциарной обязанностью инвестиционного консультанта. Обе эти обязанности, несмотря на различную правовую природу, подразумевают приоритет интересов клиента над интересами лица, предоставляющего финансовую услугу. При этом заранее стоит отметить, что применительно к брокеру данная обязанность брокера, или стандарт поведения при взаимодействии с клиентом, действует только в отношении деятельности по предоставлению рекомендации, на основании которых, клиент впоследствии может заключить сделку.

Рассматриваемая обязанность брокера действовать в лучших интересах клиента носит комплексный характер, в связи с чем ее корректней рассматривать как стандарт поведения. Она включает в себя четыре составляющих ее обязанности, в числе которых: обязанность предотвращения конфликта интересов, раскрытия информации, соблюдения требований и заботы об интересах клиента.

Выполнение обязанности по предотвращению конфликта интересов налагает на брокера необходимость, во-первых, определить и ликвидировать возникающий в связи с предоставлением клиенту рекомендации конфликт интересов или в случае невозможности его ликвидации уведомить клиента о факте возникновения подобного конфликта интересов; во-вторых, определить и митигировать конфликт интересов, связанный с менеджментом такого брокера (через изменение принятых в брокере процессов с целью сокращения вероятности наступления конфликта интересов); в-третьих, определить и ликвидировать или уведомить клиента об ограничениях, вызывающих конфликт интересов, связанных с предоставлением клиенту рекомендации или менеджментом такого брокера; и, в-четвертых, отказаться от соревнований по уровню продаж, требований о достижении минимального уровня продаж, денежных или неденежных вознаграждений, зависящих от уровня продаж,

определенного финансового инструмента в течение определенного периода времени.

В свою очередь, обязанности раскрытия информации, соблюдения требований и заботы об интересах клиента подразумевают, соответственно, необходимость: полного раскрытия всех существенных фактов о конфликте интересов в связи с рекомендацией, определяя таким образом объем раскрытия; установления, поддержания и приведения в исполнение системы мер, необходимых для соблюдения иных составляющих обязанность действовать в лучших интересах клиента требований; и при предоставлении рекомендации действовать в разумной убежденности, что рекомендация предоставляется в лучших интересах клиента и такие интересы превалируют над интересами самого брокера¹⁷⁵.

Кроме того, отдельный общий базовый запрет недобросовестного поведения в конфликте интересов устанавливается, с одной стороны, применительно к предложению отдельных категорий ценных бумаг и свопов, базовым активом которых выступают такие бумаги как к категории обязательств, а также, с другой стороны, применительно к действиям брокеров как к категории субъектов, направленным на совершение мошеннических действий, введение в заблуждение и обман (англ. – «*fraud, manipulation and deception*»), под которыми понимаются любая махинация, схема или замысел, направленные на введение в заблуждение, любое неполное или неверное уведомление или отсутствие уведомления о существенном обстоятельстве, участие в любом действии, практике или деятельности, являющимися мошенническими или обманными по отношению к любому лицу, в рамках осуществления

¹⁷⁵ 17 CFR Part 240 - Part 240—General Rules And Regulations, Securities Act Of 1933, 17 Cfr § 240.151-1 - Regulation best interest – Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-240> (дата обращения: 15.06.2026).

Staff Bulletin: Standards of Conduct for Broker-Dealers and Investment Advisers Conflicts of Interest – U.S. Securities and Exchange Commission: Official website / Home / About / Divisions and Offices / Division of Trading and Markets / Broker-Dealers / Staff Bulletin: Standards of Conduct for Broker-Dealers and Investment Advisers Conflicts of Interest. (August 8, 2022) – URL: https://www.sec.gov/about/divisions-offices/division-trading-markets/broker-dealers/staff-bulletin-standards-conduct-broker-dealers-investment-advisers-conflicts-interest#_ftnref6 (дата обращения: 15.06.2026).

предложения или приобретения ценных бумаг¹⁷⁶. Сходный общий запрет закрепляется и на уровне акта СРО¹⁷⁷.

Дополнительно существуют и запреты конкретных недобросовестных практик, составляющих действие в конфликте интересов и способных повлечь имущественный ущерб для клиентов брокеров. На уровне законодательного акта закреплены: во-первых, запрет на участие в торгах для брокеров, участвующих в предложении ценных бумаг в качестве андеррайтеров, в течение определенного периода после проведения размещения, направленный на сохранение справедливого ценообразования в отношении предлагаемой ценной бумаги¹⁷⁸, а также уже на уровне акта СРО дополнительные требования по осуществлению раскрытия в адрес СРО в отношении таких сделок¹⁷⁹, и схожие подлежащие соблюдению, но не блокирующие саму возможность приобретения, ограничения для брокеров на приобретение ценных бумаг при их первичном публичном предложении¹⁸⁰; во-вторых, запрет на заключение сделок на основании данных подготовленных, но не опубликованных исследовательских отчетов¹⁸¹, а также связанный получивший название «китайской стены» запрет на взаимодействие подразделений, занимающихся, с одной стороны, исследованием рынка и, с другой стороны, брокерским бизнесом или заключением сделок на собственную позицию¹⁸², также распространяемый и на взаимоотношения иных подразделений инвестиционного банка с целью ограничения возможности недобросовестного извлечения выгоды из эксклюзивного доступа инвестиционного банка к коммерчески

¹⁷⁶ 17 CFR Part 240 - Part 240—General Rules And Regulations, Securities Act Of 1933, §§ 240.9j-1, 240.10b-1, 240.10b-3, 240.10b-5 – Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-240> (дата обращения: 15.06.2026).

¹⁷⁷ FINRA Rule 2020 // Rules & Guidance // FINRA Rules – URL: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules> (дата обращения: 15.06.2026).

¹⁷⁸ 17 CFR Part 242 - Regulations M, Sho, Ats, Ac, Nms, Se, And Sbsr, And Customer Margin Requirements For Security Futures – Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-242> (дата обращения: 15.06.2026).

¹⁷⁹ FINRA Rule 5190 // Rules & Guidance // FINRA Rules – URL: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules> (дата обращения: 15.06.2026).

¹⁸⁰ Ibid, FINRA Rule 5130.

¹⁸¹ Ibid, FINRA Rule 5280.

¹⁸² Ibid, FINRA Rule 2711.

значимой информации, в том числе и за счет доступа к информации о финансовом состоянии своих клиентов; и, наконец, введенный для предотвращения высокочастотной торговли запрет на заключение сделок на собственную позицию, опережающих клиентские поручения и призванных манипулировать ценой приобретаемой или продаваемой по такому поручению ценной бумаги¹⁸³.

Другим особой гарантией, предоставляемой неквалифицированным инвесторам, включая неквалифицированных инвесторов, успешно прошедших тестирование, а также квалифицированным инвесторам, являющимся физическими лицами, и закрепленным на уровне законодательства, является полномочие Банка России ограничить возможность совершения брокером соответствующих операций с ценными бумагами и (или) заключения ПФИ, в случае если будет установлено либо неоднократное в течение одного календарного года предоставление неполной и (или) недостоверной информации о таких финансовых инструментах, либо совершение операций с ценными бумагами и (или) заключение ПФИ, доступных только после прохождения тестирования без его прохождения или при нарушении порядка его прохождения, либо совершение операций с ценными бумагами и (или) заключение ПФИ, предназначенных исключительно для квалифицированных инвесторов, в отношении неквалифицированных инвесторов. Кроме того, последствием заключения подобных сделок при условии, что они создают угрозу нарушения прав и законных интересов для инвестора, под которой следует в первую очередь понимать потенциальные финансовые потери, в зависимости от вида сделки является обязанность брокера: обеспечить возможность выкупа приобретенных по такой сделке ценных бумаг путем направления инвестору безотзывной оферты, выступить в качестве цессионария при уступке прав по такой сделке или прекратить такую сделку с возвратом полученного сторо-

¹⁸³ Ibid, FINRA Rule 5320.

нами по ней¹⁸⁴ (ст. 74.1 и 76.8-1 ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации»).

Решение о подобном ограничении должно быть принято Комитетом банковского надзора Банка России применительно к брокерам, одновременно являющимся кредитными организациями, или Комитетом финансового надзора Банка России применительно к брокерам, являющимся некредитными финансовыми организациями, в течение 90 рабочих дней со дня выявления нарушения¹⁸⁵. При этом Банк России отмечает, что обстоятельства, в которых применимо данное ограничение, включают и случаи некорректного предоставления информации клиенту, когда фактически предлагаемый ему финансовый продукт выдается за какой-либо иной¹⁸⁶.

Резюмируя, следует дополнительно обозначить потенциальные проявления недобросовестного поведения брокеров, запреты которых закреплены нормативно, а меры предотвращения обозначены выше: действие в конфликте интересов, проведение некорректного расчета в связи со сделкой клиента или по сделке с контрагентом, мисселинг (навязывание финансовых продуктов), заключение сделки с клиентом как с контрагентом и неосуществление полного раскрытия информации о предлагаемом финансовом продукте.

Тем не менее, данным перечнем разновидностей недобросовестных практик не ограничиваются. В Информационном письме от 24.01.2018 №

¹⁸⁴ Федеральный закон от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» // Собрание законодательства Российской Федерации. 2002. № 28. Ст. 2790.

¹⁸⁵ Указание Банка России от 31.03.2022 N 6113-У «О порядке применения Банком России к кредитной организации мер, предусмотренных статьей 74.1 Федерального закона от 10 июля 2002 года N 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», и к некредитной финансовой организации мер, предусмотренных статьей 76.8-1 Федерального закона от 10 июля 2002 года N 86-ФЗ "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» (Зарегистрировано в Минюсте России 02.09.2022 № 69916) // Вестник Банка России. 2022. № 46.

¹⁸⁶ Банк России определил порядок приостановки продаж и возврата потребителям денег при мисселинге – 13 марта 2025 г. – Банк России: официальный сайт/ Главная/ Новости – URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=14168> (дата обращения: 15.06.2026).

ИН-015-55/3 «О некоторых практиках, имеющих место в брокерской деятельности»¹⁸⁷ Банк России выделяет и иные:

во-первых, регуляторный арбитраж, возникающий при фактическом предоставлении услуг по доверительному управлению в рамках брокерского договора, иных гражданско-правовых договоров (например, поручения или займа), а равно в рамках представительских отношений, возникающих в результате выдачи доверенности, вместо договора доверительного управления, что приводит к неприменению к таким услугам релевантного регулирования, в частности призванных защищать права инвесторов правил об инвестиционном профиле инвестора, ограничивающих возможность приобретения финансовых инструментов с повышенным уровнем риска, а также может приводить и к изменению модели расчета вознаграждения доверительного управляющего с учитывающей в первую очередь доход от управления имуществом на учитывающую количество и объем совершаемых сделок, характерную для бизнес-модели брокеров;

во-вторых, осуществление займа ценных бумаг клиента не в рамках договора РЕПО, а в рамках договора займа, который, к тому же, перекладывает риск неисполнения своих обязательств контрагентом брокера на инвестора и, соответственно, дополнительно создает для такого инвестора вероятность утраты права собственности на переданные в доверительное управление средства. Кроме того, Банк России обращает внимание на использование скрытых вознаграждений при предложении клиентам внебиржевых финансовых инструментов, доступа к информации о справедливой стоимости которых, как правило, нет у клиента, как на одно из проявлений неполного информирования клиента.

Также стоит кратко обозначить и иные механизмы защиты прав физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг. В частности, учреждение

¹⁸⁷ Информационное письмо от 24.01.2018 № ИН-015-55/3 «О некоторых практиках, имеющих место в брокерской деятельности» // Вестник Банка России. 2018. № 9.

компенсационного фонда¹⁸⁸. Предполагается создание в отношении брокерских счетов граждан механизма, гарантирующего получение инвестором выплат до начала ликвидационных процедур в случае банкротства брокера, аналогично действующей системе страхования банковских вкладов. К сожалению, приходится резюмировать, что в настоящем направлении пока не были достигнуты намеченные результаты.

Впервые подобные планы были озвучены в 1995 г. в Указе Президента Российской Федерации «О некоторых мерах по защите вкладчиков и акционеров»¹⁸⁹. Во исполнение данного Указа Президента в 1996 г. был создан «Федеральный фонд по защите прав вкладчиков и акционеров». Фонд осуществляет выплаты пострадавшим в результате противоправных действий нелицензированных финансовых компаний и ведет реестр таких компаний. Несмотря на то, что размер выплат постоянно растет, он до сих пор остается очень низким и в настоящий момент имеет верхний предел в 250 000 рублей Российской Федерации для вкладчиков, имеющих статус ветеранов и инвалидов Великой отечественной войны, и 35 000 рублей Российской Федерации для остальных вкладчиков¹⁹⁰. Размер аналогичных выплат в системе страхования вкладов составляет 1 400 000 рублей Российской Федерации.

Длительное время в связанных с рынком ценных бумаг кругах обсуждается идея создания компенсационного фонда в отношении брокерских счетов. Очевидным бенефициаром введения подобного института станут физические лица – инвесторы на рынке ценных бумаг. Тем не менее, к настоящему времени такая модель не нашла законодательного закрепления. В 2017 г. в

¹⁸⁸ Подр. см.: Данилов Ю.А. Экономическая модель компенсационного фонда в России // Финансовый журнал. 2020. № 1. С. 87 - 104.

Карпов К.А. Финансово-правовое регулирование системы страхования финансовых рисков розничных инвесторов в Российской Федерации / К.А. Карпов // Финансовое право 2024. № 4. С. 31–34.

¹⁸⁹ Указ Президента Российской Федерации от 18.11.1995 № 1157 «О некоторых мерах по защите прав вкладчиков и акционеров» (ред. от 19.12.2014) // Собрание законодательства Российской Федерации. 1995. № 47. Ст. 4501.

¹⁹⁰ История федерального фонда – Федеральный фонд по защите прав вкладчиков и акционеров: официальный сайт / Главная / О фонде. URL: <https://fedfond.ru/about/istoriya-fonda/> (дата обращения: 15.06.2026).

Государственную Думу был внесен Законопроект «О страховании инвестиций физических лиц на индивидуальных инвестиционных счетах», в соответствии с которым предполагалось создание обособленного компенсационного фонда, контролируемого Агентством по страхованию вкладов, за счет средств которого осуществлялась бы выплата неквалифицированным инвесторам, владельцам индивидуальных инвестиционных счетов, в пределах 1 400 000 рублей Российской Федерации в случае банкротства брокера¹⁹¹ и который бы формировался за счет средств брокеров¹⁹².

При этом стоит отметить, что, учитывая сохранение за клиентом права собственности на имущество, находящееся на счетах обанкротившегося брокера, и обязанность брокера осуществлять обособленное от собственного хранения такого имущества, гарантийным случаем будет выступать не банкротство брокера как таковое, а невозможность получения клиентом принадлежащего ему имущества в полном объеме по результатам банкротных процедур. Тем не менее, в 2023 г. данный законопроект был отклонен во втором чтении после его принятия в первом чтении, так как не нашел поддержки регулятора и профессионального сообщества брокеров, что выглядит закономерно, учитывая, что затраты для создания такого фонда в конечном итоге ложились бы именно на брокеров, вероятность банкротства которых наименьшая¹⁹³.

В марте 2024 г. в Государственную Думу поступил новый законопроект, в соответствии с которым предполагается для страхования средств физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг не создавать новый фонд, а использовать инфраструктуру рассмотренного выше Федерального фонда по

¹⁹¹ При этом получение инвесторами – владельцами обычных брокерских счетов, не являющихся ИИС, выплат не предполагалось.

¹⁹² Законопроект №76910-7 «О страховании инвестиций физических лиц на индивидуальных инвестиционных счетах». Государственная Дума Федерального Собрания Российской Федерации. 13 января 2017 г. URL: <https://sozd.duma.gov.ru/bill/76910-7> (дата обращения: 15.06.2026).

¹⁹³ Госдума вернется к идее страхования средств граждан на ИИС осенью – Текст: электронный // РБК – 28 сентября 2023 г. URL: <https://quote.ru/news/article/651545309a794765199c8f85> (дата обращения: 15.06.2026).

защите прав вкладчиков и акционеров. Кроме того, чтобы адресовать претензии рынка и регулятора в отношении ранее отклоненного законопроекта, предлагается использовать систему добровольного участия в системе страхования и гибкие ставки определения отчислений брокеров в такой фонд, чтобы сделать распределение этого бремени более справедливым¹⁹⁴.

Кроме того, в 2018 г. в соответствии с Федеральным законом «Об уполномоченном по правам потребителей финансовых услуг» был создан институт Финансового уполномоченного, основной целью которого является защита прав потребителей финансовых услуг путем досудебного разрешения споров. Обращение к Финансовому уполномоченному возможно в случае нарушения финансовой организацией прав клиента, при условии предварительного обращения такого клиента с жалобой непосредственно в финансовую организацию и установления такой организацией взаимодействия с Финансовым уполномоченным. Фактически, потребители финансовых услуг получают дополнительный способ досудебного разрешения споров. Как уже упоминалось ранее, к сожалению, в отношении организаций, осуществляющих брокерскую деятельность, не установлено требования об обязательном взаимодействии с Финансовым уполномоченным, а на добровольной основе ни одна из брокерских организаций для себя такую необходимость не установила. Представляется, что разрешение спора с участием Финансового уполномоченного значительно упростило бы процедуру разрешения споров для потребителей по сравнению с разрешением спора в судебном порядке: повысило вероятность успешного исхода и снизило издержки.

В правовом регулировании США существует система страхования средств на брокерских счетах и система возмещения размещенных на бро-

¹⁹⁴ Законопроект №579984-8 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части создания системы возмещения стоимости имущества на индивидуальных инвестиционных счетах)». Государственная Дума Федерального Собрания РФ. 20 марта 2024 г. URL: https://sozd.duma.gov.ru/bill/579984-8#bh_histras (дата обращения: 15.06.2026).

керских счетах денежных средств и ценных бумаг¹⁹⁵. Законом о защите инвесторов на рынке ценных бумаг (далее – SIPA, англ. «Securities Investor Protection Act»), принятым в 1970 году, устанавливается порядок распределения принадлежащих инвесторам средств и ценных бумаг в случае банкротства брокера, а также порядок компенсации инвесторов при утрате их денежных средств или ценных бумаг¹⁹⁶. При этом данным актом не покрываются случаи экономических потерь, вызванных обманом или введением в заблуждение. В случае наступления банкротства брокера, а равно применительно к брокеру, находящемуся на грани банкротства, учрежденная в соответствии с SIPA Корпорация защиты инвесторов на рынке ценных бумаг (далее – SIPC, англ. «Securities Investor Protection Corporation»), участниками которой также являются действующие брокерские организации, осуществляет перевод всех открытых у такого являющегося участником SIPC брокера счетов и размещенных на них денежных средств и ценных бумаг, к другому брокеру.

В случае, если подобный перевод не является возможным, брокер подлежит ликвидации, а денежные средства и ценные бумаги, размещенные на открытых у него счетах, – распределению между его клиентами. В случае невозможности распределения денежных средств или ценных бумаг в силу того, что они частично или в полном объеме были утеряны, украдены, не были приобретены вовсе, в том числе в результате учета прав по ним некорректным образом, или право собственности на них было утрачено в результате неправомерной передачи в залог, инвестор имеет право на получение компенсации. Предельный размер компенсации составляет 500 000 долларов США для брокерских счетов, на которых размещены как ценные бумаги, так

¹⁹⁵ Подр. см.: Данилов Ю.А. Мировой опыт создания компенсационных фондов // Экономическое развитие России. 2019. № 3. С. 34-44.

Stabile Susan J. Pension Plan Investments in Employer Securities: More is Not Always Better, 15 YALE J. ON REG. 61 – 116 (1998) – URL: https://openyls.law.yale.edu/bitstream/handle/20.500.13051/7957/06_15YaleJonReg61_1998_.pdf?sequence=2&isAllowed=y (дата обращения: 15.06.2026).

Susan J. Stabile, Paternalism Isn't Always a Dirty Word: Can the Law Better Protect Defined Contribution Plan Participants?, 5 EMP. RTS. & EMP. POL'Y J. 491 (2001).

¹⁹⁶ При этом не подлежат компенсации биржевые товарные фьючерсы, аннуитеты, валютные ценности.

и денежные средства, и 250 000 долларов США для брокерских счетов, на которых размещены только денежные средства. При этом расчет суммы, подлежащей компенсации, осуществляется исходя из рыночной цены ценных бумаг. Данный лимит устанавливается в отношении вида счета, таким образом, при открытии инвестором у обанкротившегося брокера двух счетов одной категории, суммарный баланс которых превышает 500 000 или 250 000 долларов США соответственно, такой инвестор будет компенсирован лишь в пределах лимита, при этом при открытии двух счетов разных видов лимит будет применяться к каждому из счетов (а равно и групп счетов) по отдельности, эффективно удваивая размер возмещения¹⁹⁷.

С гражданско-правовой точки зрения такие компенсационные механизмы дополняют традиционные способы защиты прав, поскольку позволяют обеспечить имущественный интерес клиента даже тогда, когда индивидуальная защита в рамках спора с брокером оказывается недостаточной¹⁹⁸.

Кроме того, стоит отметить, что для компенсации размещенных в качестве вкладов денежных средств клиентов банковских организаций существует отдельный фонд – Федеральная корпорация по страхованию депозитов (далее – FDIC, англ. – «*Federal Deposit Insurance Corporation*»)¹⁹⁹.

Основными различиями между предполагаемой к реализации в Российской Федерации и реализованной в США моделями компенсационного фонда являются: предполагаемое покрытие в Российской Федерации только индивидуальных инвестиционных счетов и покрытие в США всех брокерских счетов (в том числе обычных, индивидуальных пенсионных счетов и совместных счетов супругов); предельный размер выплат, который в США имеет значительно более высокое значение, особенно применительно к пенсион-

¹⁹⁷ 15 U.S. Code Chapter 2B-1 - Securities Investor Protection // Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/chapter-2B-1> (дата обращения: 15.06.2026).

¹⁹⁸ См.: Грибанов В.П. Осуществление и защита гражданских прав. М. : Статут, 2000. 411 с.

¹⁹⁹ 15 U.S. Code Chapter 16 – Federal Deposit Insurance Corporation // Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/12/chapter-16> (дата обращения: 15.06.2026).

ным счетам, учитывая устанавливаемые на ежегодное пополнение ограничения; а также участие в США SIPC в самом процессе банкротства брокера, демонстрирующее значимость не только нормативного закрепления правил о защите физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, но и практики их реализации, ранее обозначенной также и применительно к институту защиты прав физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг как клиентов брокеров.

Наконец, отдельным направлением также следует считать развитие структур, защищающих права и интересы физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг. С 2014 г. при Банке России функционирует Экспертный совет по защите прав потребителей финансовых услуг на основе соответствующего Положения. В число его целей входит подготовка предложений по развитию и совершенствованию правового регулирования в области защиты прав потребителей финансовых услуг, включая предложения по внесению изменений в нормативные правовые акты²⁰⁰.

Аналогичная цель в подведомственной ему сфере поставлена перед учрежденным в 2020 г. Экспертным советом по защите прав розничных инвесторов. При этом из сферы его деятельности не исключены физические лица, признанные квалифицированными инвесторами, что подразумевает признание их банком России в качестве титульных розничных инвесторов, подлежащих защите²⁰¹.

Дополнительно в 2021 г. был учрежден Экспертный совет по финансовой грамотности. В качестве его основной цели обозначена деятельность по разработке проектов и программ по повышению уровня финансовой грамотности населения Российской деятельности, то есть в первую очередь именно

²⁰⁰ Положение об Экспертном совете по защите прав потребителей финансовых услуг – Банк России: официальный сайт / Главная / О Банке России / Экспертные советы – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/148364/od-3528_od-182.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

²⁰¹ Положение об Экспертном совете по защите прав розничных инвесторов – Банк России: официальный сайт / Главная / О Банке России / Экспертные советы – URL: <https://www.cbr.ru/Content/Document/File/112458/OD-1450.pdf> (дата обращения: 15.06.2026).

практическая деятельность по их разработке и реализации, а не совершенствование законодательства²⁰².

Экспертные советы по розничным инвесторам и финансовой грамотности были учреждены 2020 г. и 2021 г. в силу значительного притока физических лиц на рынок ценных бумаг Российской Федерации, что указывает на приоритизацию Банком России данного направления. Отдельно стоит отметить, что в функционирующих при Банке России экспертных советах состоят как представители научного сообщества, так и представители самих инвесторов и брокерских организаций, что делает их отличной платформой для взаимодействия всех заинтересованных сторон и учета их позиций и мнений.

Также при Банке России функционирует Служба по защите прав потребителей и обеспечению доступности финансовых услуг. Ее основными задачами являются аккумуляция и рассмотрение жалоб потребителей на финансовые организации, в т. ч. брокерские, и работа над повышением общего уровня финансовой грамотности. В 2024 г. на эмитентов и профессиональных участников, включая брокеров, в совокупности приходилось 3,4% всех жалоб, незначительная часть от их общего числа. Представляется, что в целом подобное соотношение отражает долю, которую финансовые услуги на рынке ценных бумаг занимают от общего количества финансовых услуг, а не реальную малочисленность жалоб клиентов релевантного рыночного сегмента. При этом подавляющее большинство жалоб (60,7% в 2024 г.) приходится на кредитные организации²⁰³.

При этом деятельность экспертных советов является превентивной и направлена на анализ существующих на рынке практик и выработку рекомендаций по их регулированию с целью недопущения нарушений прав и ин-

²⁰² Положение об Экспертном совете по финансовой грамотности – Банк России: официальный сайт / Главная / О Банке России / Экспертные советы – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/124919/20210721_od_1140_1.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

²⁰³ Защита прав потребителей финансовых услуг – Банк России: официальный сайт / Главная / Деятельность — URL: https://www.cbr.ru/protection_rights/ (дата обращения: 15.06.2026).

тересов потребителей финансовых услуг, а деятельность Службы по защите прав потребителей и обеспечению доступности финансовых услуг является реактивной и подразумевает рассмотрение жалоб и обращений в связи с реализовавшимися нарушениями, а также помощь в устранении или минимизации негативных последствий таких нарушений.

В США отсутствуют аналогичные экспертным советам совещательные органы, направленные на обеспечение защиты физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, а функцию, аналогичную Службе по защите прав потребителей и обеспечению доступности финансовых услуг, выполняют агентства по защите прав клиентов брокеров, рассмотренные ранее. Тем не менее, стоит дополнительно отметить деятельность Рабочей группы по финансовым рынкам при Президенте (далее – WGFM, англ. – «*President's Working Group on Financial Markets*») и Совета по контролю за финансовой стабильностью (далее – FSOC, англ. – «*Financial Stability Oversight Council*»).

WGFM была учреждена в 1988 году президентом США Рональдом Рейганом в ответ на рыночный крах 1987 года, получивший название «Черный понедельник». В качестве основной задачи рабочей группы было обозначено улучшение эффективности и конкурентности, а также контроль за соблюдением законности на финансовых рынках. Отдельно отмечается необходимость поддержания уверенности инвесторов в надежности финансовых рынков, достигнуть которого без обеспечения должного уровня защиты таких инвесторов, включая физических лиц, не представляется возможным. Для достижения этих целей WGFM осуществляет консультирование бирж, клиринговых организаций, крупных инвесторов. Учитывая состав рабочей группы, в которую входят Секретарь казначейства США (должность, соответствующая министру финансов), Председатель Совета директоров Федеральной резервной системы (выполняющей функции центрального банка США), Председатель SEC и Председатель CFTC, она представляет собой эффективную платформу для диалога между профессиональным сообществом,

с одной стороны, и представителями исполнительной власти во главе с Президентом, с другой стороны²⁰⁴.

В свою очередь, FSOC был учрежден в 2010 году в течение первого президентского срока Барака Обамы в ответ на мировой финансовый кризис 2007 – 2008 года, одним из катализаторов которого выступал ипотечный кризис в США в 2007 году. FSOC имеет во многом схожие с WGFM задачи, в которые входят: определение рисков финансовой стабильности США в связи с потенциальными банкротствами финансовых и нефинансовых организаций, усиление рыночной дисциплины и устранение ожиданий финансовой помощи в адрес значимых представителей финансового сообщества в случае потенциального банкротства²⁰⁵, реакция на возникающие угрозы финансовой системе США. Для аналитической и информационной поддержки FSOC была дополнительно учреждена Служба финансовых исследований (далее – OFR, англ. – «*Office of Financial Research*»).

Совет на регулярной основе представляет в Конгресс США (выполняющий функцию двухпалатного парламента США) отчет о состоянии финансовых рынков США и делает предложения относительно совершенствования регулирования с целью обеспечения их дальнейшей стабильности. Кроме того, одним из его полномочий является право потребовать у любой финансовой организации, активы которой превышают 50 000 000 000 долларов США, представить информацию о ее финансовом состоянии, системах мониторинга рисков, отдельных сделках и потенциальном влиянии деятельности такой

²⁰⁴. Executive Order 12631 – Working Group on Financial Markets – National archives: official website / Home / Office of the Federal Register (OFR) / Codification / Executive Orders – URL: <https://www.archives.gov/federal-register/codification/executive-order/12631.html> (дата обращения: 15.06.2026).

²⁰⁵ Постановка данной задачи была вызвана формированием в связи с действиями государственных органов государственной власти, направленными на предотвращение и минимизацию последствий ипотечного и мирового финансового кризисов, концепции “too big to fail” (рус. «слишком крупный для неудачи»). В число предпринимаемых мер входила финансовая помощь значимым для состояния рынка ценных бумаг организациям, банкротство которых могло бы нанести значительный ущерб экономики. Фактически размер и вовлеченность в рынок таких организаций эффективно гарантировала им защиту от банкротства и значительно повышала аппетит к риску, а также снижала стандарты корпоративного управления.

компании на состояние финансовых рынков. В качестве голосующих членом в состав FSOC, как и в WGFM, входят Секретарь казначейства США, Председатель Совета директоров Федеральной резервной системы, Председатель SEC и Председатель CFTC, а также Контроллер денежного обращения, Директор CFPB, Председатель FDIC, Директор Федерального агентства жилищного кредитования (далее – FHFA, англ. – «*Federal Housing Finance Agency*»), Председатель Национального управления кредитных союзов (далее – NCUA, англ. – «*National Credit Union Administration*») и назначаемый Президентом независимый член, обладающий экспертизой в области страхования²⁰⁶.

Деятельность действующих при Банке России экспертных советов в Российской Федерации направлена в первую очередь на установление диалога между отдельными заинтересованными в функционировании рынка ценных бумаг лицами и формирование в результате такого диалога рекомендаций по совершенствованию правового регулирования рынка ценных бумаг, которые могут имплементироваться как непосредственно в подзаконных нормативных актах Банка России, при котором действуют такие экспертные советы, так и на уровне федерального законодательства. В дополнение к этому, область функционирования всех экспертных советов, включая связанные с обеспечением защиты физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, значительно уже. В свою очередь, в США подобные совещательные органы, в том числе направленные именно на защиту физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг отсутствуют, наиболее близкие аналоги функционируют в первую очередь как органы исполнительной власти, тесно аффилированные с Президентом, и преследуют более глобальные цели, связанные с обеспечением стабильности финансовых рынков США, лишь одной из составляющих достижения которых является защита физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг как одной из категорий инвесторов в

²⁰⁶ H.R. 4173 Title I // Home // Legislation // 11th Congress // H.R. 4173 – Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. – URL: <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text> (дата обращения: 15.06.2026).

принципе. Представляется, что таким образом в том числе проявляется и ранее отмеченный применительно к защите прав физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг и характерный для правовых систем стран англосаксонской правовой семьи акцент на правоприменительной деятельности по реализации норм материального права.

Выводы к ГЛАВЕ 1.

Представляется, что характеризующим признаком инвестора на рынке ценных бумаг как розничного является заключение им сделок через брокера (а равно передача имущества в доверительное управление управляющему) в качестве финансового посредника, а также осуществление инвестиционной деятельности не на профессиональной основе, а лишь в качестве одного из способов управления финансами домохозяйства. В свою очередь, несмотря на отсутствие законодательного закрепления категории розничных инвесторов в контексте действующего на рынке ценных бумаг Российской Федерации правового регулирования, следует отнести к их числу всех физических лиц, осуществляющих инвестиции на рынке ценных бумаг, включая неквалифицированных инвесторов, неквалифицированных инвесторов, успешно прошедших тестирование, и квалифицированных инвесторов.

При этом, несмотря на сходства между иными банковскими услугами, в частности банковским вкладом, и брокерскими услугами и отсутствие в законодательстве о защите прав потребителей Российской Федерации положений, указывающих на невозможность применения статуса потребителей к физическим лицам – инвесторам на рынке ценных бумаг, в соответствии со сложившейся судебной практикой законодательство о защите прав потребителей не подлежит применению к последним, что делает их особенно уязвимыми для недобросовестных практик и дополнительных рисков, характерных для рынка ценных бумаг (например, мисселинга, информационной диспропорции и конфликта интересов) и лишает их возможности воспользоваться

доступными потребителям при защите своих прав преимуществами, снижая их эффективность. К сожалению, эффективность отдельных доступных им специальных механизмов защиты прав, включая возможность обращения к советам при Банке России также остается неподтвержденной.

В свою очередь, в США защита потребителей брокерских услуг как потребителей финансовых услуг построена по иному принципу и подразумевает существование системы органов исполнительной власти, наделенных соответствующими полномочиями и обеспечивающих защиту прав физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг через эффективное применение и приведение в исполнение действующих норм законодательства в случае нарушения брокерами прав и законных интересов своих клиентов.

Несмотря на то, что кардинальное различие исходных подходов не оставляет возможности для прямой рецепции иностранного опыта, учреждение при Банке России специализированных органов, посвященных защите прав физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, можно воспринимать как небольшой шаг от утверждения декларативных норм в сторону решительных правоприменительных действий.

ГЛАВА 2. КАТЕГОРИЗАЦИЯ ИНВЕСТОРОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ– ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ КАК ЭЛЕМЕНТ ИХ ПРАВОВОГО СТАТУСА

2.1. Категории инвесторов на рынке ценных бумаг в Российской Федерации

В Российской империи розничный сегмент рынка ценных бумаг начал формироваться во второй половине XIX в. Большинство таких инвесторов составляли представители аристократии и среднего класса, а основным объектом инвестирования выступали государственные облигации, позволявшие получать доходы и жить как рантье, исключая необходимость управления промышленным или сельскохозяйственным предприятием²⁰⁷.

Вопрос защиты инвесторов впервые возник уже в начале XX в. После подписания Брест-Литовского мирного договора и Германско-Русского добавочного договора к нему в числе прочего возникла необходимость защиты прав российских держателей облигаций к иностранным лицам. С этой целью Российской палатой по внешней торговле было учреждено Общество защиты кредиторов и должников, позднее переименованное в Союз защиты кредиторов и должников, целью которого был сбор информации о российских кредиторах и их должниках из неприятельских государств, а также представительство таких кредиторов при рассмотрении споров международными комиссиями. Тем не менее, данное общество просуществовало недолго²⁰⁸.

²⁰⁷ Мошенский С.З. Рынок ценных бумаг Российской империи / С. З. Мошенский. – М.: Экономика, 2014. С. 215-239.

²⁰⁸ Русско-германский добавочный договор к мирному договору между Россией, с одной стороны, и Германией, Австро-Венгрией, Болгарией и Турцией — с другой. – Электронная библиотека исторических документов / Главная / Советско-Германские отношения – Советско-германские отношения от переговоров в Брест-Литовске до подписания Рапал-

В СССР отсутствовал полноценный рынок ценных бумаг в его современном понимании, за исключением ограниченного периода НЭПа в 1920-е годы. В 1922 г. в СССР открылась Саратовская товарная биржа, а в 1923 г. и фондовое отделение Московской биржи. Тем не менее, советский рынок ценных бумаг значительно отличался от современного. Основным акционером большинства предприятий выступало государство, которое не было намерено размывать свою долю. Единственным доступным инструментом фактически были государственные облигации. Одновременно, доходы населения были не очень высокими, а более богатые граждане стремились любым способом свое богатство скрыть. Параллельно существовали полулегальные «черные» биржи, которые пользовались сравнительно большим спросом, но доступного правовому анализу регулирования не подразумевали. Однако биржи существовали только в период Новой экономической политики. С ее окончанием в 1929 – 1930 гг. все биржи были закрыты²⁰⁹. Опыт Российской империи, в свою очередь, был уже неактуален, поэтому культура инвестирования на свободном рынке молодой капиталистической России зарождалась с нуля.

Длительное отсутствие практики самостоятельного инвестирования и ограниченные возможности участия граждан в финансовом обороте оказали существенное влияние на формирование финансовой культуры населения, последствия которого сохраняются и в настоящее время²¹⁰. Исследование, проведенное аналитическим центром Национального агентства финансовых исследований (НАФИ) согласно методологии Организации экономического развития и сотрудничества (ОЭСР), показало, что индекс финансовой гра-

льского договора / Документы – 27 августа 1918 г. – URL: <https://docs.historyrussia.org/ru/nodes/111779-russko-germanskij-dobavochnyy-dogovor-k-mirnomu-dogovoru-mezhdu-rossiyei-s-odnoy-storony-i-germaniei-avstro-vengriey-bolgariei-i-turtsiyei-locale-nil-s-drugoy-27-avgusta-1918-g> (дата обращения: 15.06.2026).

²⁰⁹ Каланов Г. В СССР существовали фондовые биржи. Они не были похожи ни на какие другие. – Текст: электронный// РБК. 2019 – 6 октября. URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/5ae098a62ae5961b67a1c299> (дата обращения: 15.06.2026).

²¹⁰ Безсмертная Е.Р. Инвестиции населения в инструменты финансового рынка: текущее состояние и перспективы развития // Экономика. Налоги. Право. 2016. № 6. С. 18.

мотности россиян составляет 12,37 баллов из 21 возможного. Такой показатель свидетельствует о достаточно ограниченных способностях граждан осуществлять самостоятельное управление личными финансами. Несмотря на продолжительную положительную динамику, результаты остаются сравнительно низкими. Тем не менее, в соответствии с проведенным рейтинговым агентством Standard & Poor's исследованием Global Financial Literacy Survey проблема низкого уровня финансовой грамотности существует не только в России²¹¹.

В научной литературе неоднократно отмечалось, что низкий уровень финансовой грамотности населения является не только социальной, но и юридической проблемой, поскольку непосредственно влияет на способность лица самостоятельно оценивать последствия совершаемых сделок и принимать обоснованные инвестиционные решения²¹². По мнению Е.Н. Фролкиной, эффективность механизмов защиты инвесторов зависит не только от качества нормативного регулирования, но и от способности самого инвестора воспринимать и анализировать раскрываемую ему информацию. В связи с этим развитие института финансовой грамотности должно рассматриваться как самостоятельный элемент системы защиты инвесторов на рынке ценных бумаг²¹³.

Недоверие граждан к рынку ценных бумаг формировалось на фоне неудачной практики приватизации путем залоговых аукционов, сопровождавшейся чередой банкротств и финансовых пирамид середины 90-ых, а также

²¹¹ Индекс финансовой грамотности россиян вырос: Минфин представил исследование знаний, навыков и установок в финансовой сфере – Аналитический центр НАФИ: официальный сайт – Москва, 2021 – URL: <https://Nafi.Ru/Analytics/Indeks-Finansovoy-Gramotnosti-Rossiyan-Vyros-Minfin-Predstavil-Issledovanie-Znaniy-Navykov-I-Ustanov/> (Дата обращения: 15.06.2026). Global Financial Literacy Excellence Center: Official Website– S&P Global Finlit Survey – Url: <https://Gflec.Org/Initiatives/Sp-Global-Finlit-Survey/> (Дата обращения: 15.06.2026).

²¹² Земцов А.А., Цибульникова В.Ю. О защите прав розничных инвесторов в сегменте российского рынка ценных бумаг // Вестник Томского государственного университета. Экономика. 2016. № 3. С. 107–123.

²¹³ Фролкина Е.Н. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг: теоретические аспекты правового регулирования // Экономика. Налоги. Право. 2011. № 3. С. 126–131.

другими финансовыми потрясениями негативного характера²¹⁴. Но со временем это отношение стало меняться. Важной вехой можно считать практику «народных IPO», приобретение акций в рамках которых стало для многих первым серьезным инвестиционным решением, хоть и не для всех в итоге удачным²¹⁵.

Реальное улучшение ситуации наметилось с появлением в 2015 г. возможности открытия Индивидуального инвестиционного счета, который в целом представляет собой разновидность брокерского счета, дополнительно дающего основания для получения ежегодного налогового вычета²¹⁶. Такой счет стал своеобразным аналогом известным регулированию США сберегательных пенсионных счетов (англ. «Traditional Individual Retirement Account», далее – IRA), Roth IRA, 401(k), Roth 401(k), аккумулируемый на которых доход мог освобождаться от традиционной периодической уплаты подоходного налога на дивиденды и проценты, а также налога на прирост капитала²¹⁷. Первоначально существовало два вида льгот, одну из которых инвестор мог выбрать по своему усмотрению, ориентируясь на собственные инвестиционные цели: ИИС-1 предоставлял владельцу счета право на получение единовременной выплаты (в размере до 52 000 или 60 000 рублей Российской Федерации), рассчитываемой на основе применимой к нему ставки налога на доход физических лиц, на сумму до 400 000 рублей Российской Федерации, зачисленную на такой счет, ежегодно на протяжении трех лет при условии сохранения внесенных средств на счете; а ИИС 2 освобождал доход инвестора по счету (за исключением дохода от дивидендов) от налога

²¹⁴ Прозоров Х.Х. Российский рынок ценных бумаг: тенденции развития, финансовая грамотность и защита частных инвесторов // Современная конкуренция. – 2016. – № 6 (60). С. 50.

²¹⁵ Баранов Г. Русские доходные сказки. Сколько заработали граждане на народных IPO. – Текст: электронный// Коммерсантъ. 2016 – 11 ноября. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3143933> (дата обращения: 15.06.2026).

²¹⁶ Данилов Ю.А. Глава 13. Поворот домохозяйств к финансовому рынку — реакция на макроэкономическую стабилизацию // Экономическая политика России. Турбулентное десятилетие 2008–2018. 2020. № 4. С.360-361.

²¹⁷ Types of retirement plans – Internal Revenue Service: Official website / Home / Retirement plans – URL: <https://www.irs.gov/retirement-plans/plan-sponsor/types-of-retirement-plans> (дата обращения: 15.06.2026).

на доход физических лиц при условии владения счетом более трех лет. Механизм работы индивидуального инвестиционного счета был значительно пересмотрен в 2024 году с появлением ИИС-3. Предоставляемая им льгота объединяет ранее доступные в рамках ИИС-1 и ИИС-2: инвестор сохраняет право получения фиксированной выплаты, сумма, доход с которой не облагается налогом возрастает до 30 000 000 рублей Российской Федерации (ранее в отношении ИИС-2 существовало ограничение лишь 1 000 000 рублей Российской Федерации ежегодно), но также возрастает и срок владения счетом вплоть до 10 лет к 2031 году²¹⁸.

Однако решающим фактором стала практика постепенного понижения Центральным банком ставки рефинансирования на протяжении длительного периода времени. Поддержание ключевой ставки на уровне 4,25% на протяжении 6 месяцев в 2020 году привело к закреплению ставки по банковским депозитам в среднем на уровне 4,53% годовых в течение этого периода²¹⁹. Параллельно проводилась активная кампания по рекламе брокерских услуг. Лидером по привлечению новых клиентов на российском рынке стал Тинькофф банк (в настоящее время – Т-Банк) с заманчивым лозунгом «Если акции упадут в цене, мы вернем вам разницу!». Значительная часть граждан перераспределила накопления из банковских вкладов в инструменты фондового рынка в поисках более высокой доходности.

Все это привело к рекордному на тот момент притоку новых частных инвесторов на российский рынок ценных бумаг. В 2020 г. было открыто бо-

²¹⁸ Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 19.12.2023 № 600-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 2023. № 52. Ст. 9513.

Федеральный закон «О внесении изменений в статьи 102 и 126.2 части первой и часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации» от 23.03.2024 № 58-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 2024. № 13. Ст. 1681.

²¹⁹ Банк России: официальный сайт/ Базы данных// Ключевая ставка Банка России – Москва, 2021 – URL: https://www.cbr.ru/hd_base/KeyRate/ (дата обращения: 15.06.2026).

лее 5 миллионов брокерских счетов, что удвоило их общее количество. Только за I квартал 2021 г. прибавилось еще более миллиона²²⁰.

В странах с развитым рынком ценных бумаг физические лица всегда занимали значительную долю рынка²²¹. В Российской Федерации их присутствие также постепенно росло, особенно, начиная с 2022 года в связи с введенными Банком России ограничениями и уходом крупных иностранных инвесторов, из-за чего существенная часть объема торгов стала приходиться именно на физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг²²². Значимость физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг для российской экономики, а также необходимость обеспечения должного уровня их защиты неоднократно отмечалась как Президентом Российской Федерации²²³, так и председателем Центрального Банка²²⁴ и может считаться одним из приоритетных направлений развития регулирования рынка ценных бумаг Российской Федерации.

Наиболее крупным нововведением и основным инструментом защиты физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, как уже отмечалось, стали обновленные критерии разделения инвесторов на рынке ценных бумаг, введенные Федеральным законом №306-ФЗ от 31 июля 2020 г., а также до-

²²⁰ Иванов В., Свинова Е., Цегоев В. В погоне за доходностью: с чем связан растущий интерес россиян к покупке ценных бумаг – Текст: электронный // RT на русском – 2 марта 2021 – URL: <https://russian.rt.com/business/article/838308-rossiya-vklady-cennye-bumagi> (дата обращения: 15.06.2026).

²²¹ Бикташев А.А. Защита интересов розничного инвестора в США, Китае и России: на примере брокерской деятельности // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Юридические науки. – 2022. - Т. 26. - №1. - С. 139.

²²² Мазина Марина В ЦБ признали зависимость рынка от поведения розничных инвесторов // РБК. 2022 – 31 мая. URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/6296116d9a79473f4a0f1d27> (дата обращения: 15.06.2026).

²²³ Дульнева М. Путин поручил Правительству и ЦБ подготовить меры стимулирования розничных инвесторов // Forbes. 2021 – 3 декабря. URL: <https://www.forbes.ru/finansy/448389-putin-porucil-pravitel-stvu-i-cb-podgotovit-mery-stimulirovaniya-roznicnyh-investorov> (дата обращения: 15.06.2026).

²²⁴ Набиулина назвала защиту прав инвесторов приоритетом в политике ЦБ // ТАСС. 2022. 10 июня. URL: https://tass.ru/ekonomika/14881047?utm_source=google.com&utm_medium=organic&utm_campaign=google.com&utm_referrer=google.com (дата обращения: 15.06.2026).

полняющими и изменяющими его №192-ФЗ от 11 июня 2021 г.²²⁵ и №390-ФЗ от 23 ноября 2024 г.²²⁶, которые породили очень много обсуждений²²⁷.

Наибольшее количество споров вызвал именно порядок разграничения между категориями инвесторов²²⁸. По общему правилу новые инвесторы относятся к категории простых неквалифицированных инвесторов, для которой установлен максимальный уровень регуляторной защиты. Они получают доступ только к ценным бумагам с минимальным уровнем риска, преимущественно акциям и корпоративным облигациям наиболее надежных эмитентов, а также государственным облигациям. Для получения статуса неквалифицированного инвестора, успешно прошедшего тестирование, в отношении финансовых инструментов определенной категории лицо должно будет сдать тест на понимание принципов функционирования соответствующего финансового инструмента, к совершению операций с которым он получает доступ. В случае провала теста инвестор все равно получает доступ к таким инструментам, но максимальная сумма сделки для него значительно ограничена.

В целом, бурное обсуждение вызвала именно ранняя редакция поправок, содержащих строгие правила, которые, по опасению многих профессиональных участников рынка ценных бумаг, могли вызвать отток денежных средств с рынка ценных бумаг²²⁹. Несмотря на вступление новой редакции

²²⁵ Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 11.06.2021 № 192-ФЗ, // Собрание законодательства Российской Федерации. 2021, № 24 (Часть I). Ст. 4210.

²²⁶ Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 23.11.2024 № 390-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 2024. № 48. Ст. 7197.

²²⁷ Подр. см.: Белова, М.Т. Практические вопросы совершенствования политики Банка России в области защиты прав потребителей финансовых услуг // Инновационное развитие экономики. 2022. № 3-4. С. 197 – 204.

²²⁸ См., например: Соломенцев А.С. Новые подходы к квалификации инвесторов на рынке ценных бумаг // Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. Серия: Экономика и право. – 2020. – № 7. – С. 85 – 89.

²²⁹ См., напр.: Жилюк Д.А., Скороход А.Ю. Категоризация частных инвесторов: новые риски и возможности // Известия СПбГЭУ. 2020. № 4 (124).

закона в силу 31 июля 2020 г., ряд его положений начал действовать только 1 апреля 2022 г.²³⁰.

Тем не менее, стремительно развивающиеся санкционные риски спровоцировали дополнительное ограничение доступа к иностранным ценным бумагам для неквалифицированных инвесторов и новой категории неквалифицированных инвесторов, успешно прошедших тестирование, на уровне подзаконных нормативных актов.

Дальнейшее регулирование категоризации инвесторов на рынке ценных бумаг в первую очередь связано с Федеральным законом №390-ФЗ от 23.11.2024 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»²³¹, которым было уточнено регулирование институтов, введенных или измененных в рамках ранее предпринятой глобальной реформы, описанной выше.

Следует отметить, что сама концепция тестирования инвесторов стала компромиссом между двумя конкурирующими подходами. Первый подход предполагает максимальную свободу инвестора в распоряжении собственным имуществом независимо от уровня его подготовки. Второй подход основывается на необходимости ограничения доступа к отдельным финансовым инструментам в целях предотвращения принятия инвестором решений, последствия которых он объективно не способен оценить. Российский законодатель фактически избрал промежуточную модель, сохранив возможность приобретения отдельных инструментов даже при непрохождении тестирования посредством реализации так называемого «права последнего слова»²³².

²³⁰ Федеральный закон «О внесении изменений в Федеральный закон «О Рынке ценных бумаг» и отдельные законодательные акты Российской Федерации»: Федеральный закон от 31.07.2020 № 306-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 2020. № 31 (часть I). Ст. 5065.

²³¹ Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 23.11.2024 № 390-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 2024. № 48. Ст. 7197.

²³² Болдырева Н.Б. Правовое регулирование квалифицированных инвесторов на рынке ценных бумаг Российской Федерации // Предпринимательское право. 2017. № 3. С. 46–52; Скороход А.Ю. Правовой статус квалифицированного инвестора на рынке ценных бумаг // Банковское право. 2018. № 2. С. 60–66.

В частности, стоимость приобретаемых без прохождения тестирования в рамках «права последнего слова» финансовых инструментов была увеличена со 100 000 рублей Российской Федерации до 300 000 рублей Российской Федерации; в качестве самостоятельного критерия приобретения статуса квалифицированного инвестора было включено достижение определенного уровня дохода в течение определенного периода; в рамках критериев приобретения статуса квалифицированного инвестора на основании наличия опыта совершения сделок и благосостояния были предусмотрены различные пороговые значения, соответственно, объема совершенных сделок и размера имущества в зависимости от, в первом случае, уровня образования и, во втором случае, уровня образования или факта прохождения дополнительного тестирования; была установлена необходимость повторного прохождения тестирования для приобретения доступа к финансовому инструменту, если прошло более 5 лет с момента совершения инвестором последней сделки с таким инструментом или, если ни одной сделки не было совершено, с момента прохождения тестирования.

В свою очередь, Указание «О внесении изменений в Указание Банка России от 29 апреля 2015 года №3639-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами» предполагает поэтапное увеличение порога признания инвестора квалифицированным на основании критерия благосостояния с 6 000 000 рублей Российской Федерации до 12 000 000 рублей Российской Федерации с 1 января 2025 года и до 24 000 000 рублей Российской Федерации с 1 января 2026 года. Кроме того, на уровне подзаконного нормативного акта дополнительно определены образовательные программы и научные специальности, соответственно, прохождение которых или приобретение научной степени по которым рассматривается в качестве самостоятельного критерия признания лица квалифицированным инвестором, а также пониженные пороговые значения, соответствие которым необходимо для призна-

ния лица квалифицированным инвестором на основании критериев уровня дохода и размера имущества.

В редакции с учетом дополнений и изменений, вводимых №192-ФЗ от 11 июня 2021 г. и №390-ФЗ от 23 ноября 2024 г., Закон о рынке ценных бумаг²³³ делит физических лиц, занимающихся инвестированием на рынке ценных бумаг, на три группы: простые неквалифицированные, неквалифицированные, успешно прошедшие тестирование, и квалифицированные. В отношении каждой группы регулятор устанавливает критерии, которым лицо должно соответствовать, чтобы получить соответствующий статус, и круг, доступных для инвестирования финансовых инструментов.

Простому неквалифицированному инвестору, статусом которого по умолчанию наделяется любое открывающее брокерский счет лицо, доступно наименьшее количество инструментов для инвестирования²³⁴. Среди них: (а) включенные в котировальные списки биржи ценные бумаги, за исключением облигаций; (б) облигации российских эмитентов (кроме (i) структурных, (ii) конвертируемых, (iii) со встроенным деривативом и (iv) обеспеченных залогом денежных требований, кроме выпущенных специализированным обществом проектного финансирования Российской Федерации, Государственной корпорацией развития ВЭБ.РФ, Акционерным обществом ДОМ.РФ), при этом выпущенные в соответствии с правом Российской Федерации или правом государства-члена ЕАЭС или ЕС, а также Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии при условии, что между таким государством и Российской Федерацией есть договор об избежании двойного налогообложения, и которые, а равно эмитент или лицо, предоставившее обеспечение, по которым, имеют кредитный рейтинг выше установленного

²³³ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»: Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996. № 17. Ст. 1918.

²³⁴ Подр. см.: Ясус М. Надлежащий субъект законодательства о ценных бумагах: квалифицированные и/или неквалифицированные инвесторы? // Хозяйство и право. 2012. № 11. С. 48 – 55.

Банком России²³⁵; (в) облигации иностранных эмитентов (кроме структурных, конвертируемых и со встроенным деривативом) при условии, что, во-первых, в качестве таких эмитентов выступает государство-член ЕАЭС или ЕС, а также Соединенное Королевство Великобритании и Северной Ирландии и что между таким государством и Российской Федерацией есть договор об избежании двойного налогообложения, а равно организация, учрежденная в таком государстве, и, во-вторых, лицо, предоставившее обеспечение по облигациям, учреждено в соответствии с законодательством Российской Федерации и имеет кредитный рейтинг выше установленного Банком России²³⁶; (г) инвестиционные паи открытых и интервальных ПИФ, биржевых ПИФ; (д) государственные ценные бумаги Российской Федерации или субъекта Российской Федерации (кроме ценных бумаг со встроенным деривативом); (е) не включенные в котировальные списки ценные бумаги иностранных эмитентов при условии, что такие ценные бумаги включены в расчет индексов, перечень которых установлен Банком России²³⁷, и инвестору раскрыта ставка и порядок уплаты налога по таким ценным бумагам; (ж) не включенные в котировальные списки ценные бумаги иностранных эмитентов, представляющие собой схемы коллективного инвестирования при условии, что доходность таких ценных бумаг определяется индексом, входящим в установленный Банком России перечень²³⁸, и инвестору раскрыта ставка и порядок уплаты налога по таким ценным бумагам, то есть ETF на индексы; а также (з) иные ценные бумаги, соответствующие критериям, установленным норма-

²³⁵ Решение Совета Директоров Банка России от 14 февраля 2025 г. об установлении уровней кредитного рейтинга в целях применения подпунктов 2 и 3 пункта 2 статьи 3.1 Федерального закона от 22.04.1996 N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» // Справочно-правовая система «Гарант» – URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/411428989/> (дата обращения: 15.06.2026).

²³⁶ Там же.

²³⁷ Решение Совета директоров Банка России о перечне индексов, устанавливаемых в целях применения абзаца восьмого подпункта «б» пункта 1 части 13 статьи 11 Федерального закона от 11.06.2021 № 192-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» – Банк России: Официальный сайт / Главная / О Банке России / Совет Директоров Банка России – URL: https://www.cbr.ru/rbr/dir_decisions/rsd_2024-06-21_38_01/ (дата обращения: 15.06.2026).

²³⁸ Там же.

тивными актами Банка России²³⁹ (п. 1 ст. 3.1 Федеральный закон Российской Федерации «О рынке ценных бумаг»).

Предполагается, что все ценные бумаги из этого списка так или иначе прошли проверку и контроль Банка России: непосредственно в рамках процесса эмиссии²⁴⁰ – для российских ценных бумаг, в рамках включения в котировальные списки – для иностранных ценных бумаг или также при рассмотрении состава индексов – для иностранных ценных бумаг, не включенных в котировальные списки, и т.д. Тем не менее, стоит понимать, что при проведении своих проверок Банк России не дает оценку инвестиционному качеству ценных бумаг и связанному с ними рыночному риску²⁴¹, но скорее пытается выявить связанные с инструментом инфраструктурные риски и реальную возможность приобретения и сохранения инвесторами прав на такие ценные бумаги. Другим отличительным признаком ценных бумаг из данного перечня является отсутствие среди них так называемых сложных. На поверхностном уровне механизм рыночного поведения более простых, базовых, или plain vanilla, финансовых инструментов таких, как акции и облигации, а равно ПИФы и ETF (представляющие собой совокупность акций и облигаций, а потенциально и иных активов), понятен подавляющему большинству инвесторов. Он сводится к повышению или понижению рыночной стоимости такого финансового инструмента и возможности получения дохода в виде дивидендов, процента или дисконта, а равно разницы между ценой приобретения и ценой продажи.

Таким образом, критерий относимости лиц к категории простых неквалифицированных инвесторов отсутствует, так как к этой категории по умолчанию относятся все лица, не относящиеся к другим группам. В качестве

²³⁹ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»: Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996. № 17. Ст. 1918.

²⁴⁰ Для целей настоящего исследования аналогичным раскрытию эмитентом информации в процессе эмиссии следует считать и раскрытие в процессе предложения иных финансовых инструментов, в том числе не относящихся к ценным бумагам.

²⁴¹ Представляется, что таковой нельзя считать установление минимального кредитного рейтинга эмитентов и лиц, предоставляющих обеспечение по ценным бумагам.

критерия выбора доступных данной категории ценных бумаг при этом применяются совокупно факт проверки Банком России и степень сложности, а точнее отсутствия сложности инструмента. Представляется, что законодатель фактически использует презумпцию недостаточности специальных знаний у любого нового участника рынка ценных бумаг. Такой подход соответствует общей тенденции современного финансового регулирования, в рамках которой приоритет отдается не свободе выбора финансового продукта, а предотвращению потенциального причинения ущерба лицу, не обладающему достаточным уровнем компетенции для оценки связанных с ним рисков²⁴².

Отдельно стоит отметить, что простой неквалифицированный инвестор лишен возможности совершения короткой продажи инструментов, входящих в этот список²⁴³, так как на практике эта возможность реализуется через продажу ценных бумаг, предоставленных инвестору брокером в заем и уплату инвестором премии за пользование такими ценными бумагами в течение срока до закрытия позиции, то есть через механизм маржинальной торговли²⁴⁴, доступный только инвесторам, прошедшим тестирование. Соответственно, простой неквалифицированный инвестор лишен какой бы то ни было возможности получения дохода от снижения стоимости ценных бумаг на падающем рынке, что наполовину ограничивает его инвестиционные возможности²⁴⁵.

Однако на практике маржинальная торговля подразумевает закрытие брокером позиции в случае невнесения инвестором дополнительного обеспечения после направления ему требования, а равно при снижении внутренней стоимости позиции ниже определенного значения, то есть потенциальный

²⁴² Слабая сторона в гражданском правоотношении / под ред. Е.В. Вавилина. М.: Проспект, 2019.

²⁴³ Квалифицированному инвестору – Главная / Рынки / Фондовый рынок / Квал. инвесторам – URL: <https://www.moex.com/s150> (дата обращения: 15.06.2026).

²⁴⁴ Как торговать в шорт – ТБанк: Официальный сайт / Главная / Инвестиции / Обзор / Брокерский счет / Помощь / Подключить маржинальную торговлю – URL: <https://www.tinkoff.ru/invest/account/help/margin/short/> (дата обращения: 15.06.2026).

²⁴⁵ Подр. см.: Абилова Ю.Р., Бальбуров Э.Ж. Специфика маржинальных сделок на фондовом рынке Российской Федерации // Уральский журнал правовых исследований. 2019. №. 6. С. 679–688.

убыток должен ограничиваться только вложенной суммой²⁴⁶. Следовательно, при наличии эффективных механизмов контроля маржи и своевременного закрытия позиции фактический риск инвестора может быть существенно ограничен. Вместе с тем короткие продажи сохраняют ряд специфических рисков, отсутствующих при традиционном приобретении актива за собственные средства.

В свою очередь, при использовании механизма маржинальной торговли для увеличения открытой длинной позиции, несмотря на то что максимальный потенциальный убыток остается на том же уровне, стоимость позиции будет намного более стремительно реагировать на любые изменения цены, так как стоимость инструмента в момент открытия позиции будет подлежать возврату брокеру, соответственно, долгосрочно не будет являться составляющей портфеля инвестора, а изменения в цене, в том числе ее уменьшение, уже будут отражаться на нем²⁴⁷.

Закономерным решением могло бы стать введение разграничения между использованием маржинальной торговли, с одной стороны, для открытия короткой позиции, то есть займом ценных бумаг или иных финансовых инструментов с их последующей продажей, и, с другой стороны, для увеличения объема длинной позиции, то есть займом денежных средств, чтобы, в первом случае, снять установленное ограничение как для простого с точки зрения экономического эффекта инструмента, а, во втором, наоборот, сохранить как для более сложного с точки зрения экономического эффекта инструмента при этом значительно ускоряющего потенциальные убытки по позиции.

При этом необходимо учитывать, что сама по себе короткая продажа не создает качественно нового риска по сравнению с приобретением актива за собственные средства. Существенное увеличение риска возникает именно

²⁴⁶ Калистратов М.А. Сегмент маржинальных сделок рынка ценных бумаг // Теория и практика общественного развития. 2015. № 8.

²⁴⁷ Пластинин Р.В. Регулирование маржинальных сделок в России // Известия СПбГЭУ. 2014. № 2 (86). С. 119.

при использовании заемного финансирования для увеличения размера длинной позиции. Следовательно, с точки зрения экономической сущности операции действующее регулирование объединяет в одну категорию инструменты, имеющие различный риск-профиль, что ставит вопрос о необходимости их дальнейшей дифференциации

Также следует иметь в виду, что главным ухудшением положения инвестора с открытой короткой позицией по сравнению с инвестором с более традиционной длинной позицией без плеча является необходимость уплачивать процент за пользование ценными бумагами брокера. Для уменьшения связанных с этим рисков такого инвестора представляется закономерной дополнительная доработка механизма маржинальной торговли. А именно изменение в настоящее время установленной в Указании Банка России № 6681-У²⁴⁸ формулы расчета коэффициента определения объема ценных бумаг, доступных инвестору с минимальным уровнем риска для займа, с целью включения в ее состав аккумулируемых за пользование денежными средствами процентов, закрепление возможности направления требования о внесении дополнительного обеспечения и принудительное закрытие позиции в случае недостаточности денежных средств инвестора для уплаты таких процентов, а также повышение коэффициента определения объема доступных для займа ценных бумаг до 1, то есть введение требования о поддержании на брокерском счету денежных средств в объеме, соответствующем стоимости занимаемых ценных бумаг.

Эти изменения потенциально привели бы к предоставлению всем категориям инвесторов доступа к открытию коротких позиций и обеспечили бы возможность получения положительного экономического эффекта из снижения рыночной стоимости финансовых инструментов, выступающих объектом инвестирования. При этом возможность спекулятивного использования маржинальной торговли осталась бы ограниченной, размер потенциальных

²⁴⁸ Указание Банка России от 12.02.2024 № 6681-У «О требованиях к осуществлению брокерской деятельности при совершении брокером отдельных сделок за счет клиента» Вестник Банка России. 2024. № 27.

убытков инвестора был бы ограничен, а задолженность инвестора перед брокером, составляющая плату за пользование денежными средствами, после закрытия позиции не возникала бы.

В свою очередь, неквалифицированный инвестор, успешно прошедший тестирование, дополнительно получает доступ к: (а) сделкам, по которым брокер / участник клиринга должен передать имущество клиента / инвестора, которое не находится в его распоряжении и не поступит в его распоряжение до совершения сделки, то есть к маржинальным необеспеченным сделкам; (б) договорам, являющимся производными финансовыми инструментами, за исключением ПФИ, предназначенных исключительно для квалифицированных инвесторов; (в) договорам репо (кроме договоров репо, по которым (i) полученное брокером по первой части договора репо от клиента подлежит передаче во исполнение возникших по его поводу обязательств клиента, (ii) срок сделки составляет менее трех дней и (iii) цена или порядок определения цены по второй части договора репо (то есть премия за использование переданного имущество) установлена в брокерском договоре, а именно договоров репо с активами клиента на условиях овернайт) и (г) иных сделок по приобретению ценных бумаг (П. 2 ст. 3.1. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»)²⁴⁹.

Кроме того, Базовый стандарт защиты прав инвесторов²⁵⁰ дополнительно раскрывает перечень иных ценных бумаг, доступных неквалифицированным инвесторам, успешно прошедшим тестирование, в число которых включены: (а) структурные облигации, не предназначенные для квалифицированных инвесторов; (б) инвестиционные паи закрытых инвестиционных фондов, не предназначенные для квалифицированных инвесторов; (в) обли-

²⁴⁹ П. 2 ст. 3.1, Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»: Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996. № 17. Ст. 1918.

²⁵⁰ Базовый стандарт защиты прав инвесторов физических и юридических лиц – получателей финансовых услуг, оказываемых членами саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка, объединяющих брокеров – НАУФОР: официальный сайт / Главная / Стандарты/ Базовые стандарты. URL: [https://www.naufor.ru/tree.asp?n=18276_\(дата_обращения: 15.06.2026\)](https://www.naufor.ru/tree.asp?n=18276_(дата_обращения: 15.06.2026)).

гации российских эмитентов, выпущенные в соответствии с правом Российской Федерации или правом государства-члена ЕАЭС или ЕС, а также Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии при условии, что между таким государством и Российской Федерацией есть договор об избежании двойного налогообложения, даже если эмитентам или лицам, предоставляющим обеспечение по которым, не присвоен кредитный рейтинг, либо кредитный рейтинг которых ниже установленного²⁵¹; а также (г) облигации российских эмитентов, эмитентам или лицам, предоставляющим обеспечение по которым, присвоен кредитный рейтинг выше установленного Банком России²⁵², даже если такие облигации не выпущены в соответствии с правом Российской Федерации или правом государства-члена ЕАЭС или ЕС, а также Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии, между которым и Российской Федерацией есть договор об избежании двойного налогообложения; (д) облигации иностранных эмитентов при условии, что в качестве таких эмитентов выступает государство-член ЕАЭС или ЕС, а также Соединенное Королевство Великобритании и Северной Ирландии и что между таким государством и Российской Федерацией есть договор об избежании двойного налогообложения, или организация, учрежденная в таком государстве, даже если лицо, предоставившее обеспечение по облигациям, учреждено не в соответствии с законодательством Российской Федерации или не имеет кредитный рейтинг выше установленного Банком России²⁵³; а также (е) облигации иностранных эмитентов, лицо, предоставившее обеспечение по которым, учреждено в соответствии с зако-

²⁵¹ Решение Совета Директоров Банка России от 14 февраля 2025 г. об установлении уровней кредитного рейтинга в целях применения подпунктов 2 и 3 пункта 2 статьи 3.1 Федерального закона от 22.04.1996 N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» // Справочно-правовая система «Гарант» – URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/411428989/> (дата обращения: 15.06.2026).

²⁵² Там же.

²⁵³ Решение Совета Директоров Банка России от 14 февраля 2025 г. об установлении уровней кредитного рейтинга в целях применения подпунктов 2 и 3 пункта 2 статьи 3.1 Федерального закона от 22.04.1996 N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» // Справочно-правовая система «Гарант» – URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/411428989/> (дата обращения: 15.06.2026).

нодательством Российской Федерации и имеет кредитный рейтинг выше установленного²⁵⁴, даже если в качестве эмитента не выступает государство-член ЕАЭС или ЕС, а также Соединенное Королевство Великобритании и Северной Ирландии, между которым и Российской Федерацией есть договор об избежании двойного налогообложения, или организация, учрежденная в таком государстве; (ж) облигации со структурным доходом; (з) не допущенные к обращению на организованных торгах и допущенные к обращению на организованных торгах, но не включенные в котировальные списки, акции российских эмитентов; (и) не включенные в котировальные списки иностранные акции и депозитарные расписки, также не включенные в расчет индексов, перечень которых установлен Банком России²⁵⁵; (к) паи иностранных ETF, не входящие в число схем коллективного инвестирования, доходность которых определяется индексом, входящим в установленный Банком России перечень²⁵⁶; и (л) конвертируемые облигации российских и иностранных эмитентов.

Данный список можно разделить на две группы по уже обозначенным выше признакам. В первую войдут те же виды инструментов, что доступны простым неквалифицированным инвесторам, которые однако в какой-либо форме, не прошли контроль и проверку Банка России, а также эмитенты или лица, предоставившие обеспечение по которым, имеют кредитный рейтинг ниже уровня, который Банк России признал достаточным, или не имеют его вообще²⁵⁷. Применительно к этой группе предполагается, что прохождение

²⁵⁴ Там же.

²⁵⁵ Решение Совета директоров Банка России об установлении перечня индексов в целях применения абзаца восьмого подпункта «б» пункта 1 части 13 статьи 11 Федерального закона от 11.06.2021 № 192-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» – Банк России: Официальный сайт / Главная / О Банке России / Совет Директоров Банка России – URL: https://www.cbr.ru/about_br/dir/rsd_2021-10-01_192-fz/ (дата обращения: 15.06.2026).

²⁵⁶ Там же.

²⁵⁷ Можно считать, что Банк России, который просто не может успевать рассматривать все поступающие в оборот ценные бумаги, вместо самостоятельной проверки и контроля отдельных ценных бумаг решает довериться экспертизе кредитных рейтинговых агентств. Несмотря на то, что в отличие от Банка России кредитные рейтинговые агентства проверяют именно платежеспособность эмитентов, выбор кредитного рейтинга эмитентов в ка-

теста демонстрирует скорее готовность инвестора принять на себя дополнительные риски, связанные с такими инструментами, и тем, что они не проходили дополнительную проверку со стороны Банка России, а также понимание инвестором самого факта наличия дополнительного риска, чем реально демонстрирует понимание инвестором принципов функционирования финансовых инструментов. Вторую группу же составляют сложные финансовые инструменты. Необходимость тестирования в их отношении вполне очевидна, так как для понимания их экономической сущности и механизма функционирования необходимо обладать определенными специальными знаниями, проверка которых и осуществляется тестом.

Отдельно стоит отметить, что неквалифицированным инвесторам, успешно прошедшим тестирование, всё-таки доступна маргинальная необеспеченная торговля, а вместе с ней и возможность совершения коротких продаж и извлечения выгоды из снижения рыночной стоимости торгуемых финансовых инструментов. Тем не менее, стоит понимать, что возможность совершения маргинальных необеспеченных сделок остается ограничена кругом инструментов, доступных простым неквалифицированным инвесторам и инвесторам, успешно прошедшим тестирование. Кроме того, в число доступных неквалифицированному инвестору производных финансовых инструментов входят заключаемые на организованных торгах через брокера опционные и фьючерсные договоры. В случае заключения таких договоров используется сходный с маргинальной необеспеченной торговлей механизм расчета наличия достаточного гарантийного обеспечения на счете инвестора. В связи с этим для инвестирования в данные финансовые инструменты инвестор должен проходить как тестирование в отношении выбранного финансового инструмента, так и тестирование в отношении маргинальных необеспеченных сделок.

честве критерия для допуска группы инвесторов к определенному инструменту, очевидно, обусловлен общепризнанностью и авторитетом, которым такие рейтинги пользуются в мировом финансовом сообществе и отсутствием иной альтернативы, которая бы обладала свойствами сходного характера.

При этом для целей совершения сделок с плечом инвесторы дополнительно разделены на категории. Любой новый клиент брокера по умолчанию является клиентом с начальным уровнем риска. Клиент, совершивший сделку с кредитным плечом, после совершения которой прошло более года, из которого не менее 5 дней им совершались операции с ценными бумагами и (или) заключались ПФИ, может быть отнесен брокером к категориям «клиент со стандартным уровнем риска» или «клиент с повышенным уровнем риска». Кроме того, во-первых, клиент, у которого сумма денежных средств (в том числе денежных средств в иностранной валюте), стоимость ценных бумаг и (или) драгоценных металлов, размещенных на счетах, открытых у такого брокера, составляет 3 000 000 рублей Российской Федерации, во-вторых, клиент, у которого данные сумма и стоимость составляют 600 000 рублей Российской Федерации, но который при этом является клиентом такого брокера в течение последних 180 календарных дней, из которых не менее 5 дней им совершались операции с ценными бумагами и (или) заключались ПФИ, и, в-третьих, клиент, признанный таким брокером квалифицированным инвестором, может быть отнесен брокером к категориям «клиент со стандартным уровнем риска» или «клиент с повышенным уровнем риска», то есть данные критерии являются смешанными и могут применяться для отнесения клиентов к разным группам. При этом предполагается, что брокер вправе по своему усмотрению отнести клиента, который соответствует одному из таких смешанных критериев как к одной, так и к другой категории²⁵⁸. Категории различаются между собой по размеру доступного кредитного плеча: с наименьшим кредитным плечом, доступным клиентам с начальным уровнем риска, и наибольшим кредитным плечом, доступным клиентам с повышенным уровнем риска²⁵⁹.

²⁵⁸ Также дополнительно существует категория клиентов с особым уровнем риска, к которой могут быть отнесены только инвесторы – юридические лица.

²⁵⁹ Указание Банка России от 12.02.2024 № 6681-У «О требованиях к осуществлению брокерской деятельности при совершении брокером отдельных сделок за счет клиента» (Зарегистрировано в Минюсте России 08.06.2016 №42453) // Вестник Банка России. 2024. № 27.

Единственным требованием к инвестору, успешно прошедшему тестирование, является собственно прохождение тестирования. Последнее проводится брокером после обращения клиента, как правило, через приложение для мобильного телефона или иную электронную систему взаимодействия с клиентом²⁶⁰, и содержит определенное количество выбранных случайным образом вопросов каждой категории в соответствии с подготовленным Центральным банком перечнем²⁶¹. Существует две категории, обозначенные в базовом стандарте как «блоки»: «самооценка» и «знания». Ответы на вопросы первой категории позволяют определить мнение инвестора о своем опыте взаимодействия с финансовым инструментом, для приобретения доступа к совершению сделок с которым проводится тестирование, через уточнение наличия знаний о финансовом инструменте, факта заключения сделок с ним и, если применимо, количества ранее заключенных сделок. Ответы на вопросы второй категории удостоверяют либо понимание структуры финансового инструмента, либо осознание связанных с ним рисков.

Представляется, что роль тестирования может рассматриваться как аналогичная роли декларации о рисках. Обе конструкции преследуют две цели: указывают на факт понимания лицом, вступающим в сделку, ее природы и минимизируют риск оспаривания такой сделки как заключенной под влиянием существенного заблуждения по основаниям, закрепленным в ст. 178 Гражданского кодекса Российской Федерации. Тем не менее, существенное различие заключается в том, что декларация о рисках непосредственно содержит информацию о структуре и рисках финансового инструмента, а ее подписание является подтверждением ознакомления с такой информацией. Предполагается, что в случае наличия заблуждения в отношении финансового инструмента ознакомление с ней и осознание связанных рисков могут из-

²⁶⁰ Однако в теории возможно и проведение тестирования на бумаге.

²⁶¹ Базовый стандарт защиты прав и интересов физических и юридических лиц — получателей финансовых услуг, оказываемых членами саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка, объединяющих брокеров – НАУФОР: официальный сайт / Главная / Стандарты/ Базовые стандарты. URL: <https://www.naufor.ru/tree.asp?n=18276> (дата обращения: 15.06.2026).

менить решение планирующего его приобретение лица и заставить его отказаться от такого приобретения. В свою очередь, механизм тестирования не подразумевает предоставление информации о финансовом инструменте, а лишь формально подтверждает факт ознакомления с информацией, которую инвестор должен собрать самостоятельно. В этом контексте нельзя исключать, что механизм тестирования выполняет не только защитную функцию в интересах инвестора, но и доказательственную функцию в интересах брокера, позволяя последнему подтвердить факт надлежащего информирования клиента.

Инвестор проходит отдельный тест в отношении каждого из инструментов, дополнительно доступных неквалифицированному инвестору, успешно прошедшему тестирование. Предполагается, что лицо, способное правильно ответить на предлагаемые вопросы, понимает экономическую сущность и принцип работы более сложных финансовых инструментов²⁶². Успешное прохождение теста у одного брокера не дает возможность совершать операции с соответствующими инструментами через другого брокера, в таком случае требуется повторное прохождение теста у другого брокера. Данное требование также можно рассматривать как указание на нацеленность механизма тестирования на минимизацию рисков брокера в силу того, что при тестировании большее значение имеет не реальное понимание инвестором структуры и рисков финансового инструмента, а сбор брокером подтверждения такого понимания для подкрепления своей позиции на случай потенциального возникновения спора.

В случае, если инвестор не смог успешно пройти тестирование с первого раза, его можно попытаться пройти снова неограниченное количество раз. В случае, если инвестор по той или иной причине сразу или после ряда неудачных попыток решает отказаться от прохождения теста, им все равно могут быть совершены сделки с финансовыми инструментами, доступными

²⁶² Вильданова М.М. Об инвестиционной деятельности физических лиц на российском рынке ценных бумаг // Право и практика. 2019. №3. С. 163.

только неквалифицированным инвесторам, успешно прошедшим тестирование, в следующем порядке: брокер направляет такому инвестору уведомление о рисках, связанных с совершением указанных в поручении сделок, а инвестор принимает на себя эти риски, направляя в ответ заявление о принятии рисков. При этом сумма такой сделки с ценными бумагами или номинал ПФИ не должны превышать 300 000 рублей Российской Федерации или стоимость одного лота или ценной бумаги, если она выше 300 000 рублей Российской Федерации. Таким образом, даже в ситуации, где инвестором не было пройдено тестирование, следовательно, презюмируется, что такой инвестор не осознает структуру и риски финансового инструмента, совершение сделок с которым планирует, он все равно получает возможность совершения сделок с таким финансовым инструментом, хоть и в ограниченном размере, при условии, что таким инвестором направлено уведомление о принятии рисков, которое в данном контексте следует рассматривать как действие, свидетельствующее об отказе от права оспаривания сделки в будущем на основании факта неосознания инвестором связанных с ней рисков.

В случае если после прохождения тестирования инвестор в течение 5 лет не совершил ни одной сделки с финансовым инструментом, для совершения сделок с которым необходимо прохождение тестирования, или с момента совершения последней сделки прошло более 5 лет, совершение сделок с таким финансовым инструментом возможно только после прохождения повторного тестирования.

Таким образом, критерием отнесения лица к категории неквалифицированных инвесторов, успешно прошедших тестирование, является факт успешного прохождения соответствующего тестирования. То есть условно факт наличия у них знаний об инструментах, которые они собираются использовать для инвестирования, а в качестве критерия выбора доступных данной категории инструментов также применяется факт проверки Банком России и отсутствие сложности инструмента.

Кроме того, вызывает сомнение способность тестирования достоверно подтверждать наличие у инвестора специальных знаний. Фактически тестирование позволяет установить лишь способность лица правильно ответить на ограниченный перечень вопросов, но не гарантирует понимание экономической сущности финансового инструмента. В этой связи тестирование выполняет не только защитную функцию по отношению к инвестору, но и доказательственную функцию по отношению к брокеру, позволяя последнему подтвердить факт надлежащего информирования клиента²⁶³.

Если применительно к неквалифицированным инвесторам законодатель исходит из необходимости защиты лица от принятия недостаточно обоснованных инвестиционных решений, то применительно к квалифицированным инвесторам действует противоположная презумпция. Предполагается, что такое лицо способно самостоятельно оценивать как экономическую сущность финансового инструмента, так и связанные с ним риски, а потому нуждается не в ограничениях, а в расширении инвестиционных возможностей²⁶⁴.

Несмотря на то, что квалифицированные инвесторы по результатам последних исследований составляют лишь 1,8 % от общего числа физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, на их долю приходится 73% активов физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, в свою очередь, 32% от которых составляют финансовые инструменты, предназначенные исключительно для квалифицированных инвесторов, и 60% от общего объема сделок, совершаемых физическими лицами – инвесторами на рынке ценных бумаг на рынке акций Московской биржи²⁶⁵.

²⁶³ Матыцин Д.Е. Дистанционные инвестиционные сделки: регулирование взаимных интересов и защита прав участников. М., 2023.

²⁶⁴ Майфат А.В. Инвестор: понятие, статус, деятельность // Современное право. 2005. № 10; Холкина М.Г. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг: автореф. дис. ... канд. юрид. наук. Владивосток, 2009.

²⁶⁵ НАУФОР опубликовала данные о квалифицированных инвесторах на российском фондовом рынке, 17 октября 2023 – НАУФОР: официальный сайт / Главная / Новости – URL:

<https://naufor.ru/tree.asp?n=26900#:~:text=Количество%20квалифицированных%20клиент>

Квалифицированному инвестору также доступно наибольшее количество инвестиционных опций. Однако допущение повышенной экспозиции риску, возникающей в связи с получением доступа к дополнительным инструментам, обусловлено и более высокими требованиями к самим инвесторам. Для получения статуса квалифицированного инвестора физическое лицо должно удовлетворять одному из следующих критериев, установленных Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» и конкретизированных в Указании Банка России о признании лиц квалифицированными инвесторами:

а) размер имущества²⁶⁶, принадлежащего лицу, составляет 12 000 000 рублей Российской Федерации (начиная с 1 января 2026 г. – 24 000 000 рублей Российской Федерации), при этом при оценке стоимости такого имущества учитываются денежные средства на счетах и во вкладах, включая иностранные банки, учрежденные в определенных Банком России странах, драгоценные металлы в обезличенной форме, ценные бумаги, в том числе переданные в доверительное управление, включая акции и облигации российских и иностранных эмитентов, российские и иностранные депозитарные расписки, российские и иностранные государственные ценные бумаги, ценные бумаги субъектов Российской Федерации, также муниципальные ценные бумаги, ипотечные сертификаты участия, инвестиционные паи ПИФ и паи иностранных инвестиционных фондов (то есть фонды фондов)²⁶⁷ и заключаемые на организованных торгах ПФИ (но не внебиржевые производные финансовые инструменты)²⁶⁸; при этом при наличии у лица образования по программам специалитета «Теоретическая экономика», «Экономическая теория», «Математические методы и исследование операций в экономике», «Мировая

ов%2Dрозничных%20инвесторов,доля%20квалифицированных%20инвесторов%20составляет%2060%25 (дата обращения: 15.06.2026).

²⁶⁶ В большинстве случаев для получения статуса квалифицированного инвестора клиентами используется именно этот критерий.

²⁶⁷ То есть фонды фондов.

²⁶⁸ При оценке размера обязательств лица по договорам, являющимся ПФИ, учитывается размер обеспечения, необходимого для обеспечения исполнения обязательств по открытым позициям, например, гарантийное обеспечение фьючерса, которое, как правило, составляет от 10 до 40% в зависимости от полной стоимости фьючерсного контракта.

экономика», «Бухгалтерский учет, анализ и аудит», «Бухгалтерский учет и аудит» и (или) «Налоги и налогообложение», программе магистратуры «Экономика», а равно ученой степени кандидата или доктора экономических наук по научным специальностям «Политическая экономия», «Экономическая теория», «Математические, статистические, инструментальные методы в экономике», «Региональная и отраслевая экономика», «Мировая экономика» и (или) «Бухгалтерский учет, статистика», а равно при подтверждении фактического наличия знаний в результате проведения брокером специального тестирования, такое пороговое значение также сокращается вдвое до 6 000 000 рублей Российской Федерации (начиная с 1 января 2026 г. – 12 000 000 рублей Российской Федерации);

б) объем оборотов лица, который должен составлять 6 000 000 рублей Российской Федерации за последние 4 квартала, в совокупности с частотой совершения сделок, которые должны иметь место не менее одной каждый месяц и в среднем не менее 10 за квартал²⁶⁹, а такие сделки должны совершаться с ценными бумагами и ПФИ; при этом при наличии у лица образования или научной степени по обозначенным выше применительно к критерию размера имущества программам или научным специальностям, а равно при подтверждении фактического наличия знаний в результате проведения брокером специального тестирования, такое пороговое значение сокращается до 4 000 000 рублей Российской Федерации;

в) образование лица, а именно наличие у лица образования по программам специалитета «Финансы», программам магистратуры «Финансы и кредит» и (или) «Финансы», а равно ученой степени кандидата или доктора экономических наук по научным специальностям «Финансы, денежное обращение и кредит» и (или) «Финансы», либо свидетельства о квалификации в сфере финансовых рынков по специальностям «Специалист рынка ценных бумаг» и (или) «Специалист по финансовому консультированию», либо одного из международных сертификатов, обозначенных регулятором, а именно

²⁶⁹ То есть минимум 40 сделок за 16 месяцев, но не менее одной сделки каждый месяц.

– Chartered Financial Analyst (CFA), Certified International Investment Analyst (CIIA) или Financial Risk Manager (FRM), выдаваемых Институтом CFA, Ассоциацией сертифицированных международных инвестиционных аналитиков (АСИА) и Международной ассоциацией специалистов по управлению рисками (GARP)²⁷⁰;

г) опыт работы лица, которое в течение 5 лет предшествующих подаче заявления должно было работать в организации, которая совершает сделки с ценными бумагами или ПФИ, на протяжении 2 лет, если такая организация является квалифицированным инвестором, и 3 лет в остальных случаях²⁷¹,

²⁷⁰ Стоит отметить, что Институт CFA и АСИА представлены в России через своих ассоциированных членов Ассоциацию CFA (Россия) и Национальную ассоциацию сертифицированных аналитиков, при этом Ассоциация CFA (Россия) не вправе самостоятельно заниматься организацией экзаменов и предоставлением сертификатов. В отличие от них GARP регионально в России не представлен и действует непосредственно.

²⁷¹ Представляется, что данная категория охватывает три группы организаций. К первой группе относятся организации-экспортеры, сотрудники казначейств которых регулярно используют производные финансовые инструменты для хеджирования валютных рисков. Вторую группу составляют иные организации, для которых производные финансовые инструменты также являются элементом текущей хозяйственной деятельности. Речь идет об организациях, осуществляющих конверсионные операции либо использующих деривативы для хеджирования иных рисков, в частности рисков изменения процентных ставок, цен на сырье и иных рыночных показателей. В отличие от первой группы такие сделки совершаются реже, однако также носят систематический характер. К третьей группе относятся организации, для которых заключение деривативной сделки имеет разовый характер и обычно связано с получением кредита либо иной банковской услуги. Во всех перечисленных случаях речь идет о корпоративных клиентах кредитных организаций. Если применительно к первым двум группам можно говорить о наличии у сотрудников соответствующего опыта и понимания экономической сущности совершаемых операций, то в отношении третьей группы такое предположение не всегда обоснованно. Формальное соответствие установленному критерию еще не свидетельствует о наличии необходимых знаний и практического опыта. При этом в указании Банка России используется формулировка о совершении организацией сделок во множественном числе. Буквальное толкование данной нормы предполагает неоднократность совершения таких операций, что позволяет сделать вывод об исключении из сферы ее действия организаций, заключающих единичные деривативные сделки, за исключением случаев повторного использования соответствующих финансовых инструментов. Следовательно, рассматриваемый критерий фактически предполагает наличие определенной регулярности совершения сделок, подтверждающей соответствующий уровень опыта работников организации. Вместе с тем проверка соблюдения данного требования может быть связана с необходимостью раскрытия значительного объема коммерчески чувствительной информации. Риск ее разглашения должен компенсироваться обязанностью брокера обеспечивать конфиденциальность полученных сведений. В этой связи целесообразным представляется дополнение соответствующего положения указания Банка России словами «на постоянной основе» либо официальное разъяснение данной нормы в информационном письме Банка России. Такое

при этом такое лицо по соответствующей должности трудовой функции должно было быть непосредственно связано с совершением сделок с финансовыми инструментами или должно было занимать должность, назначение на которую требует согласования с Банком России²⁷²; (д) средний размер дохода лица, который должен достигать не менее 20 000 000 рублей Российской Федерации в год за 2 года, предшествующие году подачи заявления о признании квалифицированным инвестором; при этом при наличии у лица образования или научной степени по обозначенным выше применительно к критерию размера имущества программам или научным специальностям, а равно подтверждении фактического наличия знаний в результате проведения брокером специального тестирования, такое пороговое значение сокращается до 6 000 000 рублей Российской Федерации²⁷³.

Таким образом, формально определение понятия квалифицированный инвестор отсутствует²⁷⁴, а регулирование осуществляется через установление критериев отнесения к отдельным категориям и последующего признания за лицами определенного статуса на основании соответствия таким критериям.

Статус квалифицированного инвестора по общему правилу имеет универсальный характер и в результате его получения инвестор получает доступ к любым финансовым инструментам, предназначенным для квалифициро-

уточнение позволило бы повысить определенность правового регулирования и снизить риск неоднозначного толкования рассматриваемого критерия.

272 Указание Банка России от 29 апреля 2015 г. № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами» // Вестник Банка России. № 51.

273 П. 4 ст. 51.2, Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»: Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996. № 17. Ст. 1918. Критерии для признания инвесторов квалифицированными: предложения Банка России – Москва, 13 марта 2025 г. – Банк России: Официальный сайт / Главная/ Новости – URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=23457> (дата обращения: 15.06.2026).

274 Комментарий к ст. 51.2 Почежерцева З.А., Холкина М.Г., Шевченко Г.Н. Комментарий к Федеральному закону от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (постатейный) [Электронный ресурс] / З.А. Почежерцева З.А., М.Г. Холкина, Г.Н. Шевченко // СПС «КонсультантПлюс» URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=CMB&n=17619#OhiIfbSozb6KixlG1> (дата обращения: 15.06.2026).

ванных инвесторов²⁷⁵. В качестве потенциального исключения обозначена ситуация приобретения статуса квалифицированного инвестора на основании критериев размера имущества (а равно стоимости ценных бумаг и ПФИ) или размера дохода в силу соответствия пониженному пороговому значению в силу прохождения лицом подтверждения фактического наличия знаний о таком финансовом инструменте в результате проведения брокером специального тестирования. В таком случае статус квалифицированного инвестора предоставляет возможность совершения сделок только с финансовым инструментом, предназначенным для квалифицированных инвесторов, в отношении наличия знаний о котором проводилось тестирование.

Получение статуса квалифицированного инвестора осуществляется через подачу заявления у брокера, у которого обслуживается инвестор. Вместе с заявлением, как правило, необходимо предоставить документы, подтверждающие соответствие инвестора обозначенным выше критериям. Перечень таких документов и требования к ним устанавливаются самими брокерами²⁷⁶.

Упрощенный порядок установлен для случаев, когда у брокера есть возможность самостоятельно проверить факт удовлетворения заявителя предъявляемым критериям, например, если размер активов такого заявителя у рассматривающего заявление брокера или объем оборотов такого заявителя через рассматривающего заявление брокера отвечает требованиям, достаточно будет простого скриншота, свидетельствующего об этом.

²⁷⁵ Подр. см.: Шевченко О.М. Функции профессиональных участников рынка ценных бумаг в сделках с ценными бумагами, предназначенными для квалифицированных инвесторов // Законы России: опыт, анализ, практика. 2015. № 1. С. 24 – 31.

²⁷⁶ Регламент о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами – БКС. Мир инвестиций: Официальный сайт / Главная / Документы / Регламент о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами URL: <https://broker.ru/regulations/qualified> (дата обращения: 15.06.2026).

Регламент принятия АО «Тинькофф Банк» решения о признании лиц квалифицированными инвесторами - Москва, 2022 – Тинькофф: официальный сайт / Главная / О Тинькофф / Документы / Раскрытие информации в соответствии с указанием Банка России от 28.12.15 №3921-У «О составе, объеме, порядке и сроках раскрытия информации профессиональными участниками рынка ценных бумаг» / Брокерская деятельность. URL: <https://acdn.tinkoff.ru/static/documents/1bd23f74-9c1a-432d-be74-34efe4e1455d.pdf> (дата обращения: 15.06.2026).

После приобретения статуса квалифицированного инвестора лицо получает доступ к дополнительным финансовым инструментам, однако, как уже упоминалось, только при совершении операций через брокера, который рассматривал заявление. Для совершения операций через другого брокера при открытии нового брокерского счета процедуру необходимо пройти повторно. Также после первичного получения статуса квалифицированного инвестора необходимо и периодическое подтверждение факта сохранения соответствия лица предъявляемым требованиям. Порядок такой повторной квалификации на практике реализуется через установление обязанности инвестора уведомить брокера о том, что он перестал удовлетворять признакам, предъявляемым к квалифицированному инвестору²⁷⁷. Предполагается, что после получения такого уведомления брокер принимает решение о лишении квалифицированного инвестора соответствующего статуса. В отсутствие такого уведомления остается надеяться только на добросовестность инвестора. В свою очередь, более строгий порядок может быть установлен для проверки соответствия критериям квалифицированных инвесторов – юридических лиц: такая проверка проводится брокером ежегодно на основе предоставляемых инвестором и подтверждающих соответствие критериям документов²⁷⁸. Брокер также обязан вести реестр квалифицированных инвесторов, в котором учитывается в отношении каких инструментов или продуктов лицо было признано квалифицированным инвестором и, следовательно, получило возможность совершения операций с ними²⁷⁹.

Что касается переходных положений, то лица до вступления в силу обозначенного выше регулирования, совершавшие сделки с инструментами, доступ к которым простым неквалифицированным инвесторам или неквалифицированным инвесторам, успешно прошедшим тестирование, ограничен

²⁷⁷ Регламент БКС, п. 5.16., Регламент Тинькофф, п. 5.10.

²⁷⁸ Регламент БКС, п. 5.11.

²⁷⁹ Глава 4, Указание Банка России от 29 апреля 2015 г. № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами» // Вестник Банка России. 2015. № 51.

или которые ранее обладали статусом квалифицированного инвестора, сохраняют доступ к таким сделкам и свой статус.

В законодательстве перечень финансовых инструментов, доступных квалифицированным инвесторам, не определен явным образом. Указанием Банка России от «01» октября 2024 г. №6885-У «О ценных бумагах и производных финансовых инструментах, предназначенных для квалифицированных инвесторов»²⁸⁰ устанавливаются ценные бумаги и ПФИ на такие ценные бумаги, а равно и ПФИ на такие ПФИ, предназначенные только для квалифицированных инвесторов²⁸¹. Тем не менее, представляется, что таким образом регулятор в первую очередь ограничивает перечень финансовых инструментов, доступных неквалифицированным инвесторам, так как квалифицированным инвесторам остаются доступны и финансовые инструменты, не включенные в перечень, установленный данным Указанием, то есть он не является исчерпывающим для них. Также характеристика финансового инструмента как предназначенного только для квалифицированных инвесторов может быть установлена не только в рамках регулирования категорий инвесторов на рынке ценных бумаг, но и в рамках регулирования такого финансового инструмента, как этот аспект урегулирован применительно к так называемым «вечным» облигациям, то есть облигациям без определения срока их погашения (П. 2 ст. 27.5-7 ФЗ «О рынке ценных бумаг»)²⁸².

Другим ограничением выступает указание на возможность заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, не на организованных торгах (далее – внебиржевых ПФИ) с физическим лицом,

²⁸⁰ Указание Банка России от 01.10.2024 №6885-У «О ценных бумагах и производных финансовых инструментах, предназначенных для квалифицированных инвесторов» // Вестник Банка России. 2024. № 46.

²⁸¹ При этом в соответствии с Проектом Указания Банка России «О ценных бумагах и производных финансовых инструментах, предназначенных для квалифицированных инвесторов» предполагается внести изменения в этот перечень, направленные на включение в него ценных бумаг организатора торговли цифровыми финансовыми активами и отдельные структурные облигации.

²⁸² Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996. № 17. Ст. 1918.

признанным квалифицированным инвестором, только через брокера или управляющего²⁸³.

Отдельно стоит отметить, что некоторые финансовые инструменты предназначены исключительно для юридических лиц, являющихся квалифицированными инвесторами. Таким образом установлена возможность заключения только с юридическим лицом, являющимся квалифицированным инвестором, на организованных торгах ПФИ, предусматривающих обязанность одной стороны уплачивать денежные суммы в зависимости от наступления обстоятельства, свидетельствующего о неисполнении или ненадлежащем исполнении одним или несколькими юридическими лицами, государствами или муниципальными образованиями своих обязательств (далее – кредитных ПФИ) (П. 6 ст. 51.4. ФЗ «О рынке ценных бумаг»²⁸⁴. При этом ранее рассмотренные выше вечные облигации также относятся к финансовым инструментам, предназначенным только для квалифицированных инвесторов – юридических лиц.

Кроме того, в отношении финансовых инструментов, предназначенных для квалифицированных инвесторов, действует требование о маркировке информации о них при ее раскрытии, а также о невозможности распространения такой информации среди неограниченного круга лиц, в который будут входить и лица, не являющиеся квалифицированными инвесторами²⁸⁵. Само раскрытие информации по таким инструментам происходит посредством непосредственного ознакомления инвестора с паспортом финансового инструмента, содержащего ключевую информацию о финансовом инструменте, путем направления ему последнего. В паспорт финансового инструмента включается информация об основных характеристиках (включая базовый актив, порядок расчета цены и порядок проведения расчетов), механизме действия, связанных рисках, порядке направления жалоб при нарушении прав

²⁸³ Там же, п. 5.1 ст. 51.4.

²⁸⁴ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»: Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996. № 17. Ст. 1918.

²⁸⁵ Там же, ст. 30.2.

инвестора и последствиях неисполнения контрагентом обязательств по финансовому инструменту. Паспорт разрабатывается брокером по форме, закрепленной во Внутреннем стандарте НАУФОР «Требования к взаимодействию с физическими лицами при предложении финансовых инструментов, а также услуг по совершению необеспеченных сделок»²⁸⁶.

Конструкция паспорта финансового инструмента является аналогом ключевого информационного документа (англ. «*Key Information Document (KID)*»), используемого в регулировании Европейского союза и Великобритании, а при разработке Внутреннего стандарта НАУФОР использовались, соответственно, Регламент № 1286/2014 Об основных информационных документах по розничным и страховым структурированным инвестиционным продуктам Европейского парламента и Совета от «26» ноября 2014 г.²⁸⁷ и Правила ведения бизнеса Управления по финансовому регулированию и надзору Великобритании²⁸⁸.

В остальном презюмируется, что квалифицированным инвесторам также доступны все финансовые инструменты, на доступность которых простым неквалифицированным инвесторам, а равно на возможность совершения операций с которыми только после прохождения тестирования²⁸⁹, есть указания в законодательстве, а также и финансовые инструменты из закрепленного Указанием Банка России №6885-У перечня.

²⁸⁶ Внутренний стандарт НАУФОР «Требования к взаимодействию с физическими лицами при предложении финансовых инструментов, а также услуг по совершению необеспеченных сделок» – НАУФОР: официальный сайт / Стандарты/ Базовые стандарты. – URL: <https://naufor.ru/tree.asp?n=18297> (дата обращения: 15.06.2026).

²⁸⁷ Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs). OJ L 352, 9.12.2014, p. 1–23 – EUR-Lex: Official website / Home/ Regulation - 1286/2014 - EN - PRIIPs Regulation - EUR-Lex – URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014R1286> (дата обращения: 15.06.2026).

²⁸⁸ COBS 4 FCA Handbook – FCA: Official website / Home / FCA Handbook – URL: <https://www.handbook.fca.org.uk/Publication/handbook/COBS/4/> (дата обращения: 15.06.2026). Подр. см.: Селивановский А. С. Правовое регулирование рынка производных финансовых инструментов: учебник. М., 2022. С. 119.

²⁸⁹ П. 1 ст. 3.1, Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»: Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996. № 17. Ст. 1918.

При этом представляется, что финансовый инструмент, не попадающий под ограничения, специально установленные для производных финансовых инструментов, и при этом не входящий ни в один из перечисленных выше перечней финансовых инструментов, также должен быть доступен квалифицированному инвестору в силу свойственного гражданским правоотношениям диспозитивного метода регулирования.

Таким образом, критерий выбора доступных данной категории инструментов отсутствует, а в качестве критериев относимости лиц к данной категории выступают наличие знаний, как теоретических, так и в форме опыта, или наличие значительного объема активов, которое в теории стоит воспринимать как возможность такого лица нести убытки на рынке ценных бумаг, не претерпевая значительного ухудшения его финансового положения за его пределами²⁹⁰. Тем не менее, общим для инструментов доступных в числе прочих квалифицированным инвесторам и при этом недоступным иным категориям инвесторов является присущий им повышенный уровень риска²⁹¹. Тем самым категория инвестора начинает выполнять не только защитную функцию, связанную с оценкой личных качеств и финансовых возможностей лица, но и функцию ограничения участия в обороте в связи с внешними инфраструктурными рисками²⁹².

Как было установлено, концептуально подход регулятора основывается на ограничении доступа неопытного инвестора, а также инвестора, который из-за своего финансового состояния не может принять на себя риск, к продукту. Применительно к классификации инвесторов критерием доступа инвестора к отдельным финансовым инструментам выступает наличие подтвержденных знаний и опыта либо достаточного имущественного положе-

²⁹⁰ Молодыко К.Ю. Идеология квалификации (аккредитации) инвесторов на фондовом рынке // Закон. 2024. № 4. С. 128–134.

²⁹¹ Габов А.В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. М.: Статут, 2011. С. 737.

²⁹² Грибанов В.П. Осуществление и защита гражданских прав. М. : Статут, 2000. 411 с.; Габов А.В. Проблемы гражданско-правового регулирования отношений на рынке ценных бумаг : дис. ... д-ра юрид. наук : 12.00.03. М., 2010. 465 с.

ния, позволяющего принять связанные с такими инструментами риски²⁹³. Критерием же разграничения доступных инструментов применительно к группам инвесторов являются их сложность, часто именно сложность структуры, через которую они реализованы, а не сложность понимания их экономической сущности, и факт прохождения проверки Банком России.

Во-первых, все ценные бумаги из списка доступных простым неквалифицированным инвесторам прошли прямой или косвенный контроль Банка России (непосредственно в рамках процесса эмиссии, в рамках включения в котировальные списки или при рассмотрении состава индексов). Во-вторых, данные ценные бумаги не относятся к сложным финансовым инструментам, в том числе с точки зрения структуры их реализации. Повышенному вниманию регулятора к ценным бумагам и их простоте соответствует презюмируемый низкий уровень опыта и знаний об инвестировании представителей простых неквалифицированных инвесторов²⁹⁴.

В свою очередь, финансовые инструменты, доступные неквалифицированным инвесторам, успешно прошедшим тестирование, соответствуют только одному из обозначенных выше признаков. К ним относятся простые финансовые инструменты, которые, тем не менее, не прошли контроль и проверку Банка России или эмитенты которых, а равно лица, предоставившие обеспечение по которым, имеют кредитный рейтинг ниже установленного Банком России²⁹⁵, с одной стороны, и сложные финансовые инструменты, которые, тем не менее, такой контроль прошли, с другой стороны.

Наконец, доступ квалифицированного инвестора к финансовым инструментам по общему правилу ограничен только предложением его брокера и допускает возможность приобретения финансовых инструментов, одно-

²⁹³ Львова С.В. С квалификацией, но без опыта, или Квалифицированные инвесторы на скорую руку // Юридическая работа в кредитной организации. 2017. № 3. С. 78 – 80.

²⁹⁴ Львова С. В. Квалифицированный инвестор: опыт, реальность и перспективы: моногр. / С. В. Львова. – М.: Юстицинформ, 2020. С. 11-12, 60.

²⁹⁵ Таким образом, проверка со стороны кредитного рейтингового агентства, хоть и направленная на определение кредитного качества эффективно заменяет проверку со стороны Банка России.

временно и сложных, и не прошедших контроль Банка России (ст. 3.1 и 51.2 ФЗ «О рынке ценных бумаг»)²⁹⁶.

В ответ на санкции, сопряженные с повышением рисков, с целью их минимизации регулятору пришлось в отступление от ранее принятого подхода ограничить доступ неквалифицированных инвесторов к ряду финансовых инструментов, которые, тем не менее, являются простыми и прошли контроль со стороны Банка России. Ограничение происходило поэтапно. Изначально оно коснулось иностранных ценных бумаг (акций, облигаций и паев ПИФ из утвержденного Банком России перечня), эмитентами которых выступают недружественные государства или юридические лица недружественных государств, однако впоследствии ограничение было распространено и на ценные бумаги из иных иностранных государств, за исключением ценных бумаг из иностранных государств – членов ЕАЭС. Параллельно главами правительств государств-членов ЕАЭС было подписано соглашение о трансграничном допуске к размещению и обращению ценных бумаг на организованных торгах таких государств-членов, что эффективно обеспечивает интеграцию их рынков ценных бумаг²⁹⁷.

Само ограничение изначально носило временный характер и было закреплено предписанием Центрального Банка Российской Федерации, обращенным к брокерам, и лишь устанавливающим постепенно сокращающийся порог для заключения сделок в отношении иностранных ценных бумаг в интересах клиентов²⁹⁸, однако позже с распространением на ценные бумаги,

²⁹⁶ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»: Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996. № 17. Ст. 1918.

Раздел 6, Базовый стандарт защиты прав и интересов физических и юридических лиц — получателей финансовых услуг, оказываемых членами саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка, объединяющих брокеров (в новой редакции) – НАУФОР: официальный сайт / Главная / Стандарты/ Базовые стандарты. URL: <https://www.naufor.ru/tree.asp?n=18276> (дата обращения: 15.06.2026).

²⁹⁷ Страны ЕАЭС одобрили взаимный допуск брокеров к фондовым рынкам – Текст: электронный // РБК – 31 января 2025 г. URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/679ca6f09a79470359f7aaa9> (дата обращения: 15.06.2026).

²⁹⁸ Информация Банка России от 06.09.2022 «Банк России ограничивает продажу неквалифицированным инвесторам ценных бумаг недружественных стран» // Справочно-

учет и выплаты по которым осуществляются через инфраструктуру недружественных государств, было закреплено Указанием Банка России от «9» января 2023 г. №6347-У²⁹⁹ на постоянной основе, а в текущей редакции, действующей в отношении ценных бумаг из всех иностранных государств, за исключением ценных бумаг из иностранных государств – членов ЕАЭС, закреплено Указанием Банка России от 01 октября 2024 г. №6885-У.

Таким образом, действующая модель категоризации инвесторов представляет собой не систему определения правового статуса инвестора как такового, а механизм распределения регуляторных ограничений. Основной целью данной модели выступает не характеристика инвестора, а установление допустимого объема риска, который законодатель считает приемлемым для соответствующей категории участников рынка ценных бумаг.

2.2. Категории инвесторов на рынке ценных бумаг в США

Развитие рынка ценных бумаг в США носило более линейный характер, чем в Российской Федерации. На протяжении современного периода истории США он выступал одним из ключевых рынков капитала и отражал общее состояние национальной экономики. Публичная компания, акции которой обращаются на таком рынке, традиционно рассматривалась как распространенная форма владения и управления коммерческим предприятием, а не как исключение из общего правила.

Популярность рынка ценных бумаг в США исторически связана с представлением о нем как о значимом механизме накопления капитала и получения инвестиционного дохода. Вместе с тем сама возможность получения дохода на рынке ценных бумаг неизбежно сопряжена с рисками, что подтверждается крупнейшими кризисами американского финансового рынка,

правовая система «КонсультантПлюс» – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_426267/ (дата обращения: 15.06.2026).

²⁹⁹ Указание от «9» января 2023 г. №6347-У «О ценных бумагах и производных финансовых инструментах, предназначенных для квалифицированных инвесторов» // Вестник Банка России. 2023. № 24.

включая биржевой крах 1929 г., кризис доткомов и ипотечный кризис 2007–2008 гг.³⁰⁰. В связи с этим в американской доктрине регулирование рынка ценных бумаг традиционно рассматривается через призму преодоления информационной асимметрии между эмитентом и инвестором. Центральное значение придается раскрытию информации в объеме, достаточном для принятия инвестором осознанного инвестиционного решения.³⁰¹

С ростом количества физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг риски, связанные с волатильностью рынка ценных бумаг в целом или отдельных обращающихся на нем ценных бумаг в отдельные периоды, только усиливаются в связи со стихийным характером принятия такими инвесторами своих инвестиционных решений, в том числе под влиянием, иногда злонамеренным, непроверенной информации³⁰². Наглядным примером этого может служить резонансная ситуация, которая сложилась в январе 2021 г. в связи со скачком цен на акции GameStop, AMC Theatres, BlackBerry и Nokia в результате их обсуждения на форуме r/wallstreetbets³⁰³. В России ближайшим аналогом можно считать скачок цен на акции компаний «Белуга групп», «Абрау-Дюрсо», «Красный Октябрь» и «Русгрейн холдинг», который произошел при сходных обстоятельствах³⁰⁴.

Параллельно с развитием рынка ценных бумаг шло и развитие его правового регулирования, которое во многом определялось основными событиями истории становления рынка ценных бумаг, а параллельно со становлени-

³⁰⁰ Подр. см.: Schwarcz Steven L. Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown (2008). Minnesota Law Review. 529. p. 373–406: <https://scholarship.law.umn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1528&context=mlr> (дата обращения: 15.06.2026).

³⁰¹ Coffee J.C. Jr., Sale H.A. Securities Regulation: Cases and Materials. 13th ed. New York : Foundation Press, 2015; Hazen T.L. The Law of Securities Regulation. 7th ed. St. Paul : West Academic Publishing, 2016.

³⁰² Подр. см.: Smith Felicia Madoff Ponzi Scheme Exposes «The Myth of the Sophisticated Investor», University of Baltimore Law Review 40 (2010), p. 215.

³⁰³ A Wall Street Journal Roundup GameStop and AMC's Stocks Are on a Tear, but Their Businesses Aren't / The Wall Street Journal. – Jan. 31, 2021. URL: <https://www.wsj.com/articles/gamestop-amc-blackberry-face-challenges-despite-stock-frenzy-11612128997> (дата обращения: 15.06.2026).

³⁰⁴ Глубоко эшелонированное ралли. Обзор / Интерфакс – 19 февраля 2021 – URL: <https://www.interfax.ru/business/751810> (дата обращения: 15.06.2026).

ем физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг как отдельного класса шло и формирование правил об аккредитации. Концепция аккредитации инвесторов в приближенном к ее современному состоянию виде зародилась в США в 1920-е годы незадолго до наступления Великой депрессии на фоне значительного распространения спекулятивных операций с привлечением заемных средств, продолжавшихся после учреждения Федеральной резервной системы (англ. «*Federal Reserve System*») и связанных с уверенностью инвесторов в обеспечении ей стабильности рынков.

С точки зрения правового регулирования рынка ценных бумаг основным последствием сопровождавшего великую депрессию рыночного краха стало принятие Закона о ценных бумагах 1933 г. (англ. «*Securities Act of 1933*»). Данным законом в числе прочего было установлено требование об обязательном раскрытии информации при публичном предложении ценных бумаг. При этом определение понятия «публичное предложение» в нем отсутствовало. В рамках спора *Securities and Exchange Commission v. Ralston Purina Co.*³⁰⁵ Верховным Судом США (англ. «*Supreme Court of the United States*») рассматривалось предложение Ralston Purina, крупным производителем пищевой продукции, выпускаемых компанией обыкновенных акций своим сотрудникам, и был сделан вывод о том, что такое предложение не может считаться публичным, а лица, в адрес которых было направлено такое предложение, не нуждаются в дополнительной защите в силу наличия у них, в

³⁰⁵ Дело Комиссии по ценным бумагам и биржам против Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953), является знаковым решением Верховного суда Соединенных Штатов, которое определило значение термина «публичное предложение». Этот случай имеет решающее значение для понимания того, когда компания должна зарегистрировать свои ценные бумаги в Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) перед их продажей. Верховный суд вынес решение в пользу SEC, постановив, что предложение Ralston Purina было публичным и должно было быть зарегистрировано. Суд установил ключевой критерий для определения того, является ли предложение «публичным» или «частным». Ключевой характеристикой стала способность участников предложения постоять за себя и наличие у них доступа к той же информации, которая была бы указана в заявлении о регистрации. Это означает, что участники предложения должны: иметь доступ к информации, которая позволила бы им принять обоснованное инвестиционное решение (например, к информации о финансовых показателях компании, руководстве и перспективах бизнеса), и быть опытными инвесторами, способными понимать связанные с этим риски.

частности у топ менеджмента компании, доступа к эксклюзивной информации о бизнесе и состоянии эмитента и способности «постоять за себя» (англ. «*fend for themselves*»). Таким образом, в качестве критериев предоставления дополнительной защиты инвесторам были установлены их искушенность (англ. «*sophistication*») и информированность.

Именно из этой логики возникла одна из ключевых идей американского регулирования: защита инвестора зависит не только от самого факта приобретения ценной бумаги, но и от того, способен ли инвестор получить и оценить информацию, необходимую для принятия решения³⁰⁶.

В результате дальнейшего толкования данного решения в 1974 г. SEC было сформулировано «Правило 146» («*Rule 146*»), устанавливающее требования для участия в частных размещениях. Предполагаемые участники таких размещений должны были обладать знаниями в области финансов и бизнес-менеджмента достаточного уровня, чтобы осознать и оценить связанные с подобной инвестицией риски, а также достаточно стабильным финансовым состоянием, чтобы иметь возможность оставаться держателем соответствующего инструмента в течение неопределенного срока и нести реализовавшийся риск полной потери вложенных средств.

Тем не менее, применение подобного гибкого и подлежащего толкованию критерия на практике вызывало затруднения, в результате чего при принятии Положения «D» выбор был сделан в пользу формулирования формальных требований, которые должны были отражать соответствие сформулированным критериям³⁰⁷. Переход от оценочных критериев искушенности инвестора к формализованным имущественным и профессиональным критериям отражает стремление регулятора заменить сложную индивидуальную оценку

³⁰⁶ Langevoort D.C. The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets // *Virginia Law Review*. 2009. Vol. 95. P. 1025–1083.

³⁰⁷ Syed Haq Revisiting the Accredited Investor Standard, *Michigan Business and Entrepreneurial Law Review* 5, no. 1 (2016), p. 60–63.

инвестора более предсказуемыми правилами допуска к частным размещениям³⁰⁸.

Свобода инвестиционного выбора предполагает принятие инвестором последствий соответствующего решения, в том числе мер ответственности. Тем не менее, следует учитывать, что в большинстве случаев у такого инвестора, даже существующего в условиях страны с высоко развитой инвестиционной культурой, где владение ценными бумагами составляет норму для формирования сбережений домохозяйства, а просмотр утренних котировок является стандартным занятием для многих граждан, может отсутствовать достаточная квалификация, чтобы этот выбор мог считаться осознанным, что дает основания для особого к нему отношения³⁰⁹. Вместе с тем в американской литературе неоднократно отмечалось, что имущественное положение инвестора не всегда свидетельствует о его способности понимать сложные финансовые инструменты и оценивать связанные с ними риски³¹⁰.

В США также действует сходная с отечественной классификация физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, однако она имеет ряд особенностей³¹¹. Инвесторы делятся на аккредитованных и неаккредитованных, хотя также могут использоваться и более знакомые термины «квалифицированные» и «неквалифицированные».

Аккредитованным инвестором, то есть физическим лицом, ограничение инвестиционных возможностей которого законом не установлено, считается:

а) должностное лицо высшего уровня эмитента, а также любое должностное лицо высшего уровня основных партнеров эмитента;

³⁰⁸ Fletcher C.E. III. Sophisticated Investors Under the Federal Securities Laws // *Duke Law Journal*. 1988. Vol. 1988. №. 6. P. 1081–1130.

³⁰⁹ Подр. см.: Lusardi A., Mitchell, O. The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence // *Journal of Economic Literature*. 2014. Iss. 52 (1). P. 5–44. URL: <https://www.aeaweb.org/articles/pdf/doi/10.1257/jel.52.1.5> (дата обращения: 15.06.2026).

³¹⁰ Oguss G. Should Size or Wealth Equal Sophistication in Federal Securities Laws? // *Northwestern University Law Review*. 2015. Vol. 107. P. 285–329.

³¹¹ Подр. см.: Markham, Jerry W. Protecting the Institutional Investor - Jungle Predator or Shorn Lamb? (1995). *Yale Journal on Regulation*, Vol. 12, No. 2, 1995, Florida International University Legal Studies Research Paper No. 10-50, p. 346 – 386 URL: https://openyls.law.yale.edu/bitstream/handle/20.500.13051/7923/15_12YaleJonReg345_1995_.pdf?sequence=2&isAllowed=y (дата обращения: 15.06.2026).

б) лицо, стоимость имущества которого или стоимость совместного имущества с супругой или супругом которого составляет 1 000 000 долларов США, при этом при расчете стоимости имущества не учитываются стоимость жилища такого лица и задолженность, обеспеченная залоговой стоимостью жилища такого лица;

в) лицо, доход которого превышает 200 000 долларов США в год последние 2 года и можно разумно ожидать, что он превысит 200 000 долларов США и в текущем году, а равно совместный с супругом или супругой доход которого превышает 300 000 долларов США в год последние 2 года и можно разумно ожидать, что он превысит 300 000 долларов США и в текущем году³¹²;

г) лицо, надлежащим образом прошедшее профессиональную сертификацию или аттестацию в образовательной организации, аккредитованной Комиссией по ценным бумагам и биржам проводить квалификацию на статус аккредитованного инвестора; (д) осведомленный сотрудник эмитента, под которым понимается сотрудник, который в силу своей позиции или трудовой функции в компании участвует в реализуемой ей инвестиционной деятельности; (е) клиенты семейного офиса, потенциальные вложения которых определяются семейным офисом, при условии, что сотрудники семейного офиса обладают знаниями и опытом в вопросах инвестиций и бизнеса, достаточными для оценки рисков, связанных с потенциальными вложениями³¹³.

Исключение стоимости основного жилища из расчета имущества инвестора демонстрирует, что американский регулятор учитывает не только номинальный размер активов, но и их связь с базовыми жизненными потребностями лица. Однако само по себе такое исключение не устраняет проблему:

³¹² Подр. см.: Oguss Greg Should Size or Wealth Equal Sophistication in Federal Securities Laws? *Northwestern University Law Review* 107, №. 1 (2012), p. 291–297.

³¹³ 17 CFR § 230.501 – Definitions and Terms used in Regulation D // Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.501> (дата обращения: 15.06.2026).

имущественный критерий по-прежнему не позволяет достоверно установить наличие инвестиционной компетентности³¹⁴.

Тем самым американская модель исходит из презумпции, что наличие значительного имущества, высокого дохода, профессиональной сертификации либо доступа к корпоративной информации может заменить специальные защитные механизмы, предназначенные для массового инвестора³¹⁵

Особенностью американской модели является возможность приобретения статуса аккредитованного инвестора через профессиональную сертификацию или аттестацию. Ими опосредуется получение соискателем лицензии 7-й серии, или лицензии представителя по операциям с ценными бумагами общего характера, позволяющей заниматься деятельностью по продаже ценных бумаг и иных финансовых продуктов широкому кругу лиц, аналогично открытой подписке, и лицензии 82-й серии, или лицензии представителя по операциям с ценными бумагами частного характера, позволяющей заниматься деятельностью по продаже ценных бумаг в рамках частных размещений, аналогично закрытой подписке, выдаваемых Службой регулирования отрасли финансовых услуг (далее – FINRA)³¹⁶, а также лицензии 65-й серии, позволяющей заниматься деятельностью по инвестиционному консультированию, разработанной Североамериканской ассоциацией администраторов ценных бумаг (далее – NASAA) и организационно сопровождаемой FINRA.

³¹⁴ Haq S. Revisiting the Accredited Investor Standard // Michigan Business & Entrepreneurial Law Review. 2016. Vol. 5. P. 59–88.

³¹⁵ U.S. Securities and Exchange Commission. Report on the Review of the Definition of “Accredited Investor”. Dec. 18, 2015. В докладе SEC указывается, что эмитент не обязан отдельно определять уровень sophistication аккредитованного инвестора, тогда как в отношении неаккредитованных инвесторов такая оценка имеет значение при Rule 506(b).

³¹⁶ Series 7 – General Securities Representative Exam – FINRA: Official website / Home / Registration, Exams & CE / Qualification Exams / Series 7 – URL: <https://www.finra.org/registration-exams-ce/qualification-exams/series7> (дата обращения: 15.06.2026).

Series 82 – Private Securities Offerings Representative Exam – FINRA: Official website / Home / Registration, Exams & CE / Qualification Exams / All – URL: <https://www.finra.org/registration-exams-ce/qualification-exams/series82> (дата обращения: 15.06.2026).

Включение профессиональных лицензий в число оснований аккредитации показывает отход от исключительно имущественной модели и признание самостоятельного значения специальных знаний инвестора³¹⁷.

Отличительной особенностью лицензий 7-й и 82-й серий, помимо необходимости кроме сдачи экзамена непосредственно на получение лицензии предварительно сдать экзамен общего характера по теме Основы индустрии ценных бумаг (англ. «*Securities Industry Essentials*»), является невозможность для соискателя получить их самостоятельно, но лишь в качестве ассоциированного члена организации-члена FINRA или иной СРО отрасли финансовых услуг. Дополнительно ситуация усложняется, во-первых, необходимостью сдать экзамен на получение лицензии в течение 120 дней со дня направления спонсором заявки на экзамен в FINRA и оплаты этого экзамена³¹⁸, при этом повторная сдача экзамена возможна по прошествии 30 дней после неудачной попытки³¹⁹, и, во-вторых, необходимостью поддерживать квалификацию в рамках программы продолжающегося образования даже после прохождения аттестации для сохранения статуса зарегистрированного лица и соответственно также статуса квалифицированного инвестора³²⁰.

Лицензию 65-ой серии же можно получить самостоятельно, при этом заявку и оплату экзамена можно произвести лично и на сдачу экзамена аналогично предоставляется срок в 120 дней³²¹, а для поддержания квалифика-

³¹⁷ Gill J.O.C. The Perfect Union: Updating the Accredited Investor Definition to Include Financial Sophistication // Iowa Law Review. 2022. Vol. 107. P. 2311–2352.

³¹⁸ How to Get Sponsorship for the Series 7 – Knopman Marks Blog / Home / FINRA News / Knopman News / Series 7 – URL: <https://knopman.com/blog/2019/08/28/how-to-get-sponsorship-series-7-other-exams/> (дата обращения: 15.06.2026).

³¹⁹ FINRA. 1210. Registration Requirements – Home / Rules & Guidance / FINRA Manual / Updates / FINRA Rules / 1000. Member Application And Associated Person Registration / 1200. Registration And Qualification – Url: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/1210> (Дата обращения: 15.06.2026).

³²⁰ FINRA. 1240. Continuing Education – Home / Rules & Guidance / FINRA Manual / Updates / FINRA Rules / 1000. Member Application And Associated Person Registration / 1200. Registration And Qualification – Url: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/1240> (Дата обращения: 15.06.2026).

³²¹ Nasaa. Official Website. “Series 65 Exam Contents Outline” – Home / Exams / Exam Contents Outline / Series 65 Exam Content Outline – URL: <https://www.nasaa.org/exams/exam-content-outlines/series-65-exam-content-outline/> (дата обращения: 15.06.2026).

ции не требуется участие в программе продолжающегося образования. Тем не менее, просто получения лицензии 65-й серии недостаточно для приобретения статуса аккредитованного инвестора. Дополнительно требуется регистрация в качестве представителя инвестиционного консультанта на уровне штата, которая может быть осуществлена лишь при наличии статуса ассоциированного члена организации, занимающейся инвестиционным консультированием³²². Таким образом, простого удовлетворения критерию наличия образования недостаточно, параллельно необходимо оставаться практикующим специалистом.

В свою очередь, неаккредитованным инвестором будет считаться лицо, обозначенным выше критериям не удовлетворяющее. Такой статус подразумевает определенные ограничения, а именно ограничение возможности участвовать в приобретении отдельных инвестиционных продуктов по закрытой подписке, на практике лишая инвесторов доступа к венчурным инвестициям, хедж-фондам и стартапам³²³. Так как основной гарантией прав инвесторов в США считается раскрытие информации, которое, как и регистрация эмиссии в SEC³²⁴, не производится при размещении ценных бумаг по закрытой подписке, неаккредитованный инвестор остается лишен возможности принять взвешенное решение, основанное на исчерпывающей информации об объекте инвестирования, что очевидно создает для него дополнительный риск.

Неаккредитованный инвестор оказывается:

³²² NASAA. “EXAM FAQs” – Home / Exams / Exam FAQs – URL: <https://www.nasaa.org/exams/exam-faqs/> (дата обращения: 15.06.2026).

³²³ Knight Thaya Brook Your Money’s No Good Here: How Restrictions on Private Securities Offerings Harm Investors, Cato Institute Policy Analysis No. 833 (February 9, 2018) P. 2-3. – URL: <https://www.cato.org/policy-analysis/moneys-no-good-here-how-restrictions-private-securities-offerings-harm-investors#notes> (дата обращения: 15.06.2026).

Vollmer, Andrew N. Abandon the Concept of Accredited Investors in Private Securities Offerings (October 1, 2020). 49 Securities Regulation Law Journal 5 (2021), Mercatus Working Paper Series – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3719280 (дата обращения: 15.06.2026).

³²⁴ От эмитента, по общему правилу, требуется лишь направить в SEC уведомление по форме D.

а) ограничен в доступе к ценным бумагам, размещенным в рамках правила 506(b) Положения D, среди приобретателей которых может быть только 35 неаккредитованных инвесторов, к которым дополнительно предъявляется требование обладать знаниями и опытом в вопросах инвестиций и бизнеса, достаточными для оценки рисков, связанных с потенциальным вложением и при участии которых в размещении эмитент должен дополнительно раскрыть информацию в соответствии с Правилем 801 Положения «D». При этом неаккредитованных инвесторов, обладающих знаниями и опытом в сфере инвестиций и бизнеса, достаточными для оценки рисков соответствующего вложения, лишь условно можно рассматривать в качестве самостоятельной категории инвесторов по аналогии с неквалифицированными инвесторами, успешно прошедшими тестирование в российском праве. В отличие от последних, такие лица не приобретают особого правового статуса и не получают расширенного доступа к широкому кругу финансовых инструментов. Единственным последствием их выделения является возможность участия в приобретении ценных бумаг, размещаемых в рамках правила 506(b) Положения D. Следовательно, речь идет скорее об исключении, связанном с особенностями конкретного вида размещения, чем о формировании самостоятельной категории инвесторов³²⁵;

б) полностью лишен доступа к ценным бумагам, размещенным в рамках правила 506(c) положения D³²⁶,

в) ограничен в доступе к ценным бумагам, размещенным как ценные бумаги второго уровня в рамках правила 251 положения A, возможностью приобрести ценные бумаги лишь на сумму, составляющую 10% от дохода такого лица за текущий год или стоимости его имущества в зависимости от то-

³²⁵ 17 CFR § 230.801 – Exemption in connection with rights of offering. // Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.801> (дата обращения: 15.06.2026).

³²⁶ 17 CFR § 230.506 – Exemption for limited offers and sales without regard to dollar amount of offering. // Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.506> (дата обращения: 15.06.2026).

го, что принимает большее значение³²⁷. Также неаккредитованные инвесторы ограничены в возможности приобретения ценных бумаг, размещаемых в соответствии с Правилom 100 Положения о краудфандинге. Предельный объем таких инвестиций зависит от уровня дохода инвестора. Для лиц, годовой доход которых составляет либо предположительно составит менее 107 000 долларов США, он ограничен 5 % годового дохода или стоимости имущества инвестора, в зависимости от того, какая величина больше. Для лиц с годовым доходом 107 000 долларов США и более соответствующее ограничение составляет 10 % годового дохода или стоимости имущества инвестора, в зависимости от того, какая величина больше.³²⁸

В американской доктрине эта модель подвергается критике за то, что доступ к наиболее доходным и рискованным частным инвестициям фактически резервируется для состоятельных лиц, тогда как массовый инвестор отстраняется от соответствующего сегмента рынка. Например, Е. Родригес прямо указывает, что богатые инвесторы получают доступ к «hedge funds», «private equity» и «private companies», недоступным остальным инвесторам³²⁹.

Помимо пониженных требований к эмитенту о раскрытии информации³³⁰, еще одной общей чертой обозначенных выше видов размещений ценных бумаг является то, что в их рамках предлагаются ценные бумаги, воз-

³²⁷ 17 CFR § 230.251 – Scope of exemption // Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.251> (дата обращения: 15.06.2026).

³²⁸ 17 CFR § 227.100 – Crowdfunding exemption and requirements // Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/227.100> (дата обращения: 15.06.2026).

Frequently Asked Questions About Exempt Offerings – U.S. Securities And Exchange Commission: Official Website / Home / Education / Small Business Capital Raising – URL: https://www.sec.gov/education/smallbusiness/exemptofferings/faq?Auhash=Rh5wfji9h3wrzr6x2anomgyldhphnuo-3Vw0YNZyR_M#faq4 (Дата обращения: 15.06.2026).

³²⁹ Rodrigues U. Securities Law’s Dirty Little Secret // Fordham Law Review. 2013. Vol. 81. P. 3389–3439.

³³⁰ Fletcher III, C. Edward Sophisticated Investors Under the Federal Securities Laws, 1988 Duke Law Journal 1099-1102 (1988) – URL: <https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3056&context=dlj> (дата обращения: 15.06.2026).

возможность распоряжения которыми ограничена, так называемые «restricted securities». Для их продажи необходимо соблюдение следующих условий:

- а) владение ими в течение 6 месяцев или года в зависимости от вида компании-эмитента,
- б) наличие в публичном доступе информации о компании-эмитенте в определенном объеме в зависимости от вида такой компании,
- в) объем предлагаемых ценных бумаг не должен превышать предельный,
- г) ограничение комиссии брокера и навязывания продажи*
- д) в зависимости от объема и суммы сделки в SEC должно быть направлено соответствующее уведомление³³¹.

Таким образом, ценные бумаги, возможность распоряжения которыми ограничена, подходят только для среднесрочного и долгосрочного инвестирования, и инвестор принимает на себя дополнительный риск, связанный с отсутствием возможности продать ценные бумаги в случае понижения их стоимости, чтобы обеспечить себе гарантию сохранения части денежных средств.

Ограниченная оборотоспособность таких ценных бумаг усиливает значение критерия финансовой устойчивости инвестора, поскольку риск для инвестора состоит не только в возможном снижении стоимости актива, но и в невозможности оперативно выйти из инвестиции³³².

Отдельный интерес представляет порядок расчета размера активов лица для целей приобретения статуса аккредитованного по критерию общего размера имущества, при осуществлении которого не учитывается стоимость

³³¹ 17 CFR § 230.144 – Persons deemed not to be engaged in a distribution and therefore not underwriters. // Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.144> (дата обращения: 15.06.2026).

Rule 144: Selling Restricted And Control Securities – U.S. Securities And Exchange Commission: Official Website / Home/ About / Reports and Publications / Investor Publications – URL: <https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubsrule144htm.html> (дата обращения: 15.06.2026).

³³² Hazen T.L. The Law of Securities Regulation. 7th ed. St. Paul : West Academic Publishing, 2016; Sjoström W.K. Jr. Relaxing the Ban: It's Time to Allow General Solicitation and Advertising in Exempt Offerings // Florida State University Law Review. 2007. Vol. 32. P. 1–41.

жилища такого лица. Учитывая, что основная цель института аккредитации заключается в подтверждении возможности инвестора нести риск полной потери инвестированных средств или невозможности ликвидировать позицию в финансовом инструменте в силу наличия у такого инвестора дополнительных средств, за счет которых он сможет поддерживать свои жизненные интересы, исключение жилища как объекта недвижимости, являющегося одной из более неликвидных категорий активов, представляется логичным.

Однако в рамках данного критерия не происходит исключения иных неликвидных активов, оперативная реализация которых может быть необходима для обеспечения наличия денежных средств, необходимых для поддержания жизненных интересов инвестора. Кроме того, в контексте приобретения статуса аккредитованного инвестора по критерию уровня годового дохода такого лица следует обратить внимание на то, что уровень дохода может не отражать реальное финансовое состояние такого лица. Так как, во-первых, он не учитывает уровень расходов такого лица, а также уровень налогового бремени, который такое лицо несет и который может значительно отличаться от штата к штату. Более репрезентативным применительно к данным имущественным критериям представляется исключение любых неликвидных активов из расчета общей стоимости имущества, при этом дискуссионным остается, например, вопрос о порядке расчета стоимости объектов недвижимости, обеспечивающих их собственнику ренту, а также учет для целей расчета уровня дохода лица только личного располагаемого дохода.

Также стоит отметить характер послаблений, предоставляемых регулятором эмитентам относительно объема раскрытия информации аккредитованным инвесторам. В отличие от требования обязательного раскрытия определенного объема информации неаккредитованным инвесторам, требование о раскрытии информации аккредитованным инвесторам отсутствует полностью. Таким образом, даже та ограниченная информация, раскрываемая эмитентом аккредитованным инвесторам о своем состоянии и предлага-

емом финансовом инструменте, предоставляется не в силу регуляторного требования, а в силу сложившегося рыночного стандарта.

Противоречивым в таком контексте представляется получение доступа к финансовым инструментам без требования об обязательном раскрытии в результате предоставления статуса аккредитованного инвестора на основании критериев, связанных с наличием знаний, необходимых для осознания рисков, выводы о которых можно сделать на основании анализа информации, связанной с таким инструментом³³³. Логичным в таком случае представляется установление минимального объема раскрываемой информации, который, несмотря на то, что может быть значительно ниже уровня раскрытия информации о финансовых инструментах, предназначенных в том числе для неаккредитованных инвесторов, является достаточным для анализа связанных с таким финансовым инструментом рисков. Упомянутый выше рыночный стандарт раскрытия разнится от результатов юридической проверки основателей или корпоративных документов эмитента до документа, сопоставимого с сокращенной версией привычного проспекта эмиссии, и в значительной степени зависит от объема предполагаемого размещения, релевантных для эмитента рисков, а также круга потенциальных покупателей среди аккредитованных инвесторов³³⁴.

Именно здесь проявляется ключевое внутреннее противоречие американской модели: инвестор считается способным самостоятельно оценить риск, однако объем информации, необходимой для такой оценки, законом прямо не гарантируется³³⁵.

³³³ Vollmer Andrew N. Evidence on the Use of Disclosure Documents in Private Securities Offerings to Accredited Investors (October 1, 2020). Mercatus Working Paper Series, 51 Sec. Reg. L.J. (2023) P. 91-92.

³³⁴ При этом стоит иметь в виду, что при выборе между размещением с раскрытием информации и размещением без раскрытия информации эмитент не в последнюю очередь обращает внимание на наличие ответственности за нарушение регистрационных правил в первом случае.

³³⁵ Rodrigues U. Securities Law's Dirty Little Secret // Fordham Law Review. 2013. Vol. 81. P. 3389–3439; Fletcher C.E. III. Sophisticated Investors Under the Federal Securities Laws // Duke Law Journal. 1988. Vol. 1988. No. 6. P. 1081–1130.

При этом на практике наличие у аккредитованного инвестора специальных знаний не гарантирует проведение им должной проверки и анализа информации о предполагаемом объекте инвестирования³³⁶, что лишь усугубляется потенциальной недостаточностью такой информации. Не гарантируется также и корректный мониторинг состояния инвестиции после ее осуществления, что дополнительно существенно усугубляется совмещаемым с отсутствием информации на этапе входа в инвестицию ее продолжающимся отсутствием в период удержания позиции. Стоит иметь в виду, что решение такого инвестора удерживать или ликвидировать свою позицию будет иметь влияние и на иных инвесторов в определенный финансовый инструмент, понижая или повышая его рыночную стоимость в зависимости от реакции инвестора на какие-либо обстоятельства, связанные с объектом инвестирования.

В праве США инвесторы делятся на аккредитованных и неаккредитованных. Критерием определения финансовых инструментов, доступных каждой из категорий, выступает факт раскрытия информации. Неаккредитованным инвесторам доступны только финансовые инструменты, размещаемые по открытой подписке, регистрация которых в SEC подразумевает и регистрацию проспекта эмиссии, содержащего ряд сведений о предлагаемом финансовом инструменте, его эмитенте и условиях размещения³³⁷. В свою очередь, аккредитованным инвесторам доступны также и финансовые инструменты, размещаемые по закрытой подписке³³⁸, в рамках которой лишь про-

³³⁶ Smith Felicia Madoff Ponzi Scheme Exposes «The Myth of the Sophisticated Investor», University of Baltimore Law Review 40 (2010), p. 282-283.

³³⁷ 15 U.S. Code §77e – Prohibitions relating to interstate commerce and the mails // Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/77e> (дата обращения: 15.06.2026).

³³⁸ Karmel Roberta Regulation by Exemption: The Changing Definition of an Accredited Investor, Rutgers Law Journal 39 (2008), p. 683–700.

исходит уведомление SEC по установленной форме и отсутствует необходимость проходить сложную регистрационную процедуру³³⁹.

Также отдельно стоит обозначить следующую особенность регулирования США: оно обращено не к инвестору и не к брокеру, но к эмитенту или владельцу, которые выступают в качестве продавцов³⁴⁰. Не только рассмотренные выше правило, но и более известные российским специалистам, Правило 144А и Положение S устанавливают ограничения, относящиеся к предложению ценных бумаг, то есть необходимость анализа и соблюдения установленных регулятором правил, а равно и потенциальная ответственность за их нарушение, возлагаются на лиц, которые по умолчанию должны быть более осведомлены, и для которых соответствие обозначенным правилам становится особенностью процедуры и дополнительным комплаенс-риском, связанным с привлечением средств через эмиссию ценных бумаг. При этом на практике размещение и предложение ими ценных бумаг сопровождается специализирующимися в соответствующей области юристами и финансистами, что дополнительно обеспечивает соблюдение всех правил.

Кроме того, стоит иметь в виду, что регулирование критериев аккредитации инвесторов имеет долгосрочные экономические последствия. Дополнительное ужесточение или смягчение таких критериев неминуемо приведет к сужению или расширению понятий аккредитованного и неаккредитованного инвестора, а также круга лиц, относимых к данным группам. В зависимости от количества лиц, относимых к каждой из групп, определяется объем рынка размещений с раскрытием и без раскрытия информации, а, соответ-

³³⁹ 17 CFR Part 230 – General Rules and Regulations, Securities Act of 1933, §§ 230.801, 230.506, 230.251, 230.144 // Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-230> (дата обращения: 15.06.2026).

Glater Jonathan D. Private Offerings and Public Ends: Reconsidering the Regime for Classification of Investors under the Securities Act of 1933, *Connecticut Law Review* 48, no. 2 (2015): 370–375 – URL:

https://digitalcommons.lib.uconn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1306&context=law_review (дата обращения: 15.06.2026). 17 CFR § 227.100 – Crowdfunding exemption and requirements. // Cornell Law School [Legal Information Institute] – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/227.100> (дата обращения: 15.06.2026).

³⁴⁰ Choi Stephen Regulating Investors Not Issuers: A Market- Based Proposal, *California Law Review* 88, no. 2 (2000), p. 281–286.

ственно, и специфика получения компаниями доступа к рыночному капиталу посредством осуществления таких размещений. Сокращение количества аккредитованных инвесторов делает упрощенные размещения без обязательного раскрытия информации менее привлекательными для эмитентов в силу сокращения объема капитала, к которому они получают доступ, и увеличения конкуренции, что долгосрочно может негативно отразиться, например, на высокотехнологичных компаниях, которые часто пользуются именно этой опцией для выхода на рынок ценных бумаг, а впоследствии и на общем развитии данного сектора.

Напротив, увеличение количества аккредитованных инвесторов будет иметь обратный эффект. В свою очередь, связанное с сокращением количества аккредитованных инвесторов увеличение количества неаккредитованных инвесторов будет делать более привлекательным регистрируемые размещения с обязательным раскрытием информации и благоприятно влиять на сектора бизнеса, для которых традиционным является соответствующий формат выхода на рынок ценных бумаг. Общим благоприятным последствием такого исхода будет повышение среднего уровня корпоративной прозрачности. Однако можно предположить, что в отдельных случаях оно может быть сопряжено с уходом потенциальных эмитентов в поисках капитала на иностранные рынки.

Следует сделать вывод, что критерии аккредитации инвесторов в США имеют двойственную функцию: с одной стороны, они служат инструментом защиты неаккредитованных инвесторов от участия в размещениях с пониженным уровнем раскрытия информации; с другой стороны, они определяют объем частного рынка капитала, доступного эмитентам без прохождения полной процедуры регистрации.

2.3. Сравнительно-правовой анализ моделей категоризации инвесторов в Российской Федерации и США

Сравнение исторического контекста развития правил классификации физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг в Российской Федерации и США представляется невозможным в силу разительного различия исторических предпосылок их формирования. В силу упразднения рынка ценных бумаг Российской Империи на этапе его становления и отсутствия его в период СССР, которому дополнительно была характерна автаркичность экономики и исключенность из мировых финансовых рынков, на этапе формирования правового регулирования Российской Федерации в данной сфере законодатель располагал иностранным опытом регулирования данного института и имел возможность воспользоваться этими наработками. В свою очередь, применительно к США формирование правового регулирования происходило и во многом определялось состоянием национального рынка ценных бумаг и наиболее серьезными его потрясениями как катализаторами изменений.

С точки зрения категоризации инвесторов у сформировавшихся в своем текущем виде подходов Российской Федерации и США есть определенные сходства и различия³⁴¹. В обеих странах в качестве критериев используются имущественный и образовательный, соответствие которым демонстрирует либо достаточную стабильность финансового состояния кандидата на получение статуса квалифицированного инвестора и возможность принять связанные с финансовым инструментом риски, либо наличие специальных знаний, полученных в рамках обучения или на практике, которые позволяют такие риски осознавать. При этом страны также объединяет единая цель введения института квалификации и аккредитации инвесторов, заключающаяся в защите интересов потенциальных инвесторов.

Приоритет отдается защите именно неквалифицированных или неаккредитованных инвесторов, что осуществляется «от противного» через введение двух антагоничных категорий, одна из которых подлежит защите, а

³⁴¹ Жук Е. Квалифицированный инвестор в Евросоюзе, США и РФ: правовые модели // Рынок ценных бумаг. 2008. № 5 (356). С. 16 – 20.

вторая не подлежит, а также установление запрета на совершение операций неквалифицированными и неаккредитованными инвесторами с отдельными финансовыми инструментами с помощью предоставления эксклюзивного доступа к ним только квалифицированным или аккредитованным инвесторам. Подобное сочетание имущественных и квалификационных критериев рассматривается в зарубежной литературе как компромисс между концепцией *investor protection* и концепцией *investor autonomy*, предполагающей допустимость принятия инвестором самостоятельных решений при наличии достаточного уровня знаний либо финансовой устойчивости.

Однако в США имущественный порог значительно выше, даже несмотря на то, что был установлен значительно раньше и с момента установления не индексировался³⁴², и отличается способ расчета размера имущества, учитывающий все имущество инвестора, а также рассматривающий домохозяйство в целом в качестве единого источника инвестиций, что характерно для США как общества, сохраняющего отдельные традиционные черты³⁴³. Очевидно, что такой подход можно считать более гибким, а, соответственно, и более справедливым, однако одновременно и более сложным в реализации на практике. Кроме того, образовательный критерий в США носит комплексный характер и на практике вытекает в требование наличия образования, которое также носит значительно более строгий характер, с одновременным продолжением профессиональной деятельности в области, связанной с ценными бумагами, и не принимает во внимание академическое образование лица. В отличие от Российской Федерации в США, наоборот, в качестве критерия не используется требование об объеме оборотов, но применяются принадлежность к компании-эмитенту и инвестирование через семейный офис.

³⁴² При этом стоит учитывать, что актуальное в настоящий момент закрепленное в федеральном законодательстве абсолютное значение остается значительным, несмотря на отсутствие его индексирования с учетом инфляции с момента его введения.

³⁴³ Кроме того, в данном контексте уместным представляется вопрос о возможности рассмотрения домохозяйства, составляемого совокупностью нескольких физических лиц, как коллективного субъекта защиты прав инвесторов на рынке ценных бумаг.

При этом принадлежность к компании-эмитенту как критерий доступа к финансовым инструментам такой компании наглядно иллюстрирует специфику использования факта раскрытия информации в качестве основной гарантии прав физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг в силу того, что подобная профессиональная связь подразумевает осведомленность потенциального инвестора о делах ,компании и наличии у него возможности принять взвешенное инвестиционное решение.

Таким образом, регулятор в Российской Федерации ограничивает доступ неквалифицированных инвесторов к сложным и/ или не прошедшим контроль с его стороны, а также несущим повышенный инфраструктурный риск финансовым инструментам³⁴⁴. В свою очередь, регулятор США ограничивает доступ к финансовым инструментам, на которые не распространяется требование об обязательном раскрытии информации об эмитенте и самом инструменте и которые при размещении не проходят обязательную регистрацию в SEC и по своей структуре не обязательно будут сложными³⁴⁵.

Как в праве Российской Федерации, так и в праве США в отношении финансовых инструментов, доступных неквалифицированным, а равно неаккредитованным, инвесторам осуществляется контроль, подразумевающий, как правило, регистрацию проспекта³⁴⁶. После регистрации проспекта и формальной проверки регулятором соответствия его содержания требованиям закона данная информация становится доступна потенциальным инвесторам и они, ознакомившись с ней и проанализировав инвестиционную привлекательность финансового инструмента, могут принять решение о его приобретении. Различие заключается в том, что в США инвестор на свой страх и риск свободно заключит сделку, а в Российской Федерации для финансовых

³⁴⁴ Габов А.В. Ценные бумаги: Вопросы теории и правового регулирования рынка. – М., 2011. С. 533. Также см.: Ефремов И.А. Защита прав инвесторов на финансовом рынке. 2022.

³⁴⁵ Львова С.В. Квалифицированный инвестор: международный опыт // Вестник РГГУ. Серия «Экономика. Управление. Право». 2019. № 4. С. 137 – 138.

³⁴⁶ В отношении иностранных ценных бумаг такая проверка должна подтвердить факт выполнения эмитентом требований, предъявляемым в стране размещения, что, как правило, также сводится к раскрытию информации.

инструментов, относимых к категории сложных, перед заключением сделки ему придется дополнительно пройти проверку, которая должна будет подтвердить, что он в состоянии проанализировать информацию, содержащуюся в проспекте, а, следовательно, и осознать риски, связанные с планируемым к приобретению финансовым инструментом³⁴⁷.

В праве обеих стран регулятор руководствуется критерием информированности. Однако в праве США этот критерий применяется к самому финансовому инструменту и его эмитенту, то есть, собственно, к раскрытию информации как состоявшемуся факту и подлежащему совершению действию, требующему формальной проверки, а в праве России – уже к инвестору, то есть к наличию возможности восприятия раскрытой информации, а главное к способности воспринять ее должным образом и оценить на ее основе потенциальные риски³⁴⁸. Отсюда следует и такая особенность регулирования США, как направленность не на инвестора, но на лицо, осуществляющее предложение финансового инструмента, в частности на эмитента, что значительно ослабляет нагрузку на физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг как субъектов защиты и позволяет рассматривать регулирование как дополнительные требования осуществления деятельности определенного субъекта бизнеса.

Предполагается, что в российском регулировании повышенный стандарт государственного контроля обусловлен относительной молодостью российского рынка ценных бумаг и недостаточным уровнем становления инвестиционной культуры, вызванными практически полным отсутствием подобного явления в советский период отечественной истории, которому были свойственны государственная экономика и отсутствие частной собственности.

³⁴⁷ Шалева Анастасия Валерьевна Особенности правового статуса квалифицированного инвестора // Вестник СПбГУ. Серия 14. Право. 2012. № 1. С. 55.

³⁴⁸ Shelby Cary Martin Is Systemic Risk Prevention the New Paradigm? A Proposal to Expand Investor Protection Principles to the Hedge Fund Industry (March 1, 2011). St. John's Law Review, Vol. 86 (2012), pg. 52 – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1901666 (дата обращения: 15.06.2026).

сти³⁴⁹. Как следствие этих факторов патернализм Банка России представляется вполне обоснованным³⁵⁰.

Рассмотренное отличие проявляется только применительно к пограничной категории финансовых инструментов, специально для которых был разработан и введен механизм тестирования. В отношении финансовых инструментов, которые доступны только квалифицированным инвесторам, в обоих правовых порядках действуют схожие правила. Доступ к ним обусловлен либо наличием знаний, позволяющих принять взвешенное инвестиционное решение в отношении финансового инструмента в условиях отсутствия раскрытия информации и невозможности адекватной оценки рисков, которые подтверждаются специальным образованием, опытом работы или совершением сделок с финансовыми инструментами, либо обладанием достаточным финансовым благосостоянием, которое позволяет принимать и нести риск³⁵¹.

Наконец, ограничения в отношении иностранных ценных бумаг в российском праве являются прямым следствием санкций, введенных недружественными государствами против Российской Федерации, актуальными только для российских инвесторов, но не для инвесторов США, и, следова-

³⁴⁹ Морозова Н.Е., Аль-Згуль С.Х. Совершенствование механизма защиты частных инвесторов на финансовом рынке РФ // *Международный научно-исследовательский журнал*. 2017. № 4-3 (58). С. 100. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sovershenstvovanie-mehanizma-zaschity-chastnyh-investorov-na-finansovom-rynke-rf> (дата обращения: 15.06.2026).

³⁵⁰ Рожкова М.А. Защита неквалифицированного инвестора на финансовом рынке // *Хозяйство и право*. 2022; Курбатов А.Я. *Финансово-правовые механизмы защиты инвесторов*. М., 2021.

³⁵¹ Глазунова И.В., Черникова К.И. Квалифицированные инвесторы: правовой статус и проблемы налогообложения // *Правоприменение*. 2021. №3. С. 137.

Langevoort Donald C. The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets (September 2, 2008). *Georgetown Law and Economics Research Paper Series*. P. 29 – URL:

https://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1082&context=fwps_papers (дата обращения: 15.06.2026); П. 4 ст. 51.2, Федеральный закон «О внесении изменений в Федеральный закон «О Рынке ценных бумаг» и отдельные законодательные акты Российской Федерации»: Федеральный закон от 31.07.2020 № 306-ФЗ // *Собрание законодательства Российской Федерации*. 2020. № 31 (часть I). Ст. 5065.

Указание Банка России от 29 апреля 2015 г. № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами» // *Вестник Банка России*. 2015. № 51; 17 CFR § 230.501 – Definitions and Terms used in Regulation D. // *Cornell Law School [Legal Information Institute]* – URL: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.501> (дата обращения: 15.06.2026).

тельно, присутствующими только в российском регулировании. Они никак не связаны с внутренней логикой категоризации инвесторов и имплементированы таким образом, чтобы действовать только в условиях продолжения недружественных действий и потенциального повышения в этой связи рисков.

Требование раскрытия информации носит характер не просто единовременной проверки при размещении финансового инструмента, но подлежит выполнению в течение всего срока публичного обращения ценных бумаг путем регулярной публикации актуальных данных о финансовом состоянии эмитента. Так как такие данные содержат чувствительную информацию, доступность которой в условиях санкций повышает риски для эмитента, в Российской Федерации было принято решение о временной приостановке их публикации³⁵². То есть на практике, несмотря на существование ряда законодательно закрепленных требований по раскрытию информации, в настоящее время действует «мораторий» на их выполнение, что очень негативно влияет

³⁵² Решение Совета директоров Банка России о перечне информации некредитных финансовых организаций, подлежащей раскрытию в соответствии с законодательством Российской Федерации или нормативными актами Банка России, которую некредитные финансовые организации вправе не раскрывать, и перечне информации, предусмотренной законодательством Российской Федерации или нормативными актами Банка России, которую Банк России вправе не раскрывать на своем официальном сайте в информационно-телекоммуникационной сети Интернет – Москва, 19 апреля 2022 г. – Банк России: Официальный сайт / Главная/ О Банке России/ Совет директоров Банка России – URL: https://www.cbr.ru/about_br/dir/rsd_2022-04-14_38-01/ (дата обращения: 15.06.2026).

Банк России принял решение временно сократить объем публикации отчетности кредитных организаций – Москва. 6 марта, 2022 г. – Банк России: Официальный сайт / Главная/ Новости – URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=12737> (дата обращения: 15.06.2026).

Постановление от 12 марта 2022 г. № 351 «Об особенностях раскрытия и предоставления в 2022 году информации, подлежащей раскрытию и предоставлению в соответствии с требованиями Федерального закона «Об акционерных обществах» и Федерального закона «О рынке ценных бумаг», и особенностях с требованиями неправомерному и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» – Москва. 12 марта 2022 г. // Собрание законодательства Российской Федерации. 2022. № 12.

Постановление от 24 ноября 2022 г. № 2131 «О внесении изменения в постановление Правительства российской Федерации от 12 марта 2022 г. №351» // Собрание законодательства Российской Федерации. 2022. № 49. Ст. 8660.

Только 12% эмитентов на российском рынке акций полностью раскрывают информацию инвесторам – 7 июля 2023 г. – БКС Экспресс / Главная / Новости URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/tol-ko-12-emitentov-na-rossiiskom-rynke-aktsii-polnost-iu-raskryvaiut-informatsiiu-investoram> (дата обращения: 15.06.2026).

на положение инвесторов на российском рынке ценных бумаг, поскольку раскрытие информации является основной гарантией их прав³⁵³.

Представляется, что в российском регулировании критерий объема совершенных операций носит вторичный по отношению к критерию размера активов характер и, как показал кейс CLN банка ТРАСТ, оставляет значительное пространство для маневра недобросовестным брокерам, так как технически получение статуса квалифицированного инвестора на основании данного критерия доступно любому лицу даже с относительно незначительным размером портфеля и без получения соответствующего предложения со стороны брокера, так как допускает возможность бездумной покупки финансовых инструментов, доступных простым неквалифицированным инвесторам, и моментальной продажи до изменения их рыночной стоимости вплоть до достижения необходимого объема и количества совершенных сделок. При этом издержки, связанные с получением статуса, таким образом будут формироваться лишь за счет брокерской комиссии и комиссии биржи, взимаемой при каждой совершаемой сделке в размере определённого процента от суммы такой сделки³⁵⁴, одновременно делая их главными бенефициарами факта существования такой возможности. Усугубляет данный конфликт интересов тот факт, что, как правило, комиссия брокера за операции с финансовым инструментом, предназначенным для квалифицированных инвесторов, превышает комиссию брокера за операции с финансовым инструментом для неква-

³⁵³ Бикташев А.А. Защита интересов розничного инвестора в США, Китае и России: на примере брокерской деятельности // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Юридические науки. 2022. Т. 26. №1. С. 138.

³⁵⁴ Размер брокерской комиссии может различаться от брокера к брокеру, однако у крупных брокеров может составлять до 0,05% при совершении сделок с российскими акциями и облигациями при условии внесения дополнительной ежемесячной платы в период совершения сделок и представляется незначительным, учитывая получаемый инвестором доступ к высокорискованным и высокодоходным финансовым инструментам.

См., например: Тарифы в рамках Регламента оказания услуг на финансовом рынке (Физические лица) – Москва, 2025 – Т-Банк: официальный сайт / О-Банке/ Документы / Раскрытие информации в соответствии с указанием Банка России от 02.08.23 №6496-У «О раскрытии информации профессиональными участниками рынка ценных бумаг» / Брокерская деятельность. URL: <https://www.tbank.ru/about/documents/disclosure/> (дата обращения: 15.06.2026).

лифицированных инвесторов, а, соответственно, подразумевает более высокую маржинальность и доходность данного сегмента бизнеса.

В свою очередь, в регулировании США критерий инвестирования через семейный офис обусловлен зарождением и последующим распространением в США среди обладателей значительных капиталов подобного явления, включающего в себя в том числе и способ управления активами. В рамках семейного офиса инвестиционные решения осуществляются специально привлеченными для этого специалистами по управлению капиталом. В Российской Федерации концепция мультисемейных офисов и связанный с этим бизнес, а также и регулирование, менее развиты, чем обусловлено и отсутствие соответствующего критерия³⁵⁵.

При этом в регулировании обеих стран противоречивым является обособленное применение образовательных и имущественных критериев, что подразумевает равное отношение регулятора, с одной стороны, к инвестору, обладающему достаточными знаниями о финансовых инструментах, но не обладающему значительными денежными средствами, в том числе потенциально недостаточными для поддержания жизненных интересов инвестора с ограниченными финансовыми ресурсами, и, с другой стороны, к располагающему значительными средствами «богатому» инвестору, наоборот, не обладающему необходимыми знаниями. Таким образом, сложные финансовые сделки в числе прочих могут быть заключены как лицами, которые не могут понять риск, но могут его принять, так и лицами, которые способны нести риск, но не обладают достаточными знаниями для его оценки. Именно здесь проявляется предел использования имущественного критерия: финансовая состоятельность может свидетельствовать о способности понести убытки, но не подтверждает способность лица осознанно реализовать принадлежащую ему инвестиционную свободу.

³⁵⁵ Перспективы family office в России: как управлять семейным бизнесом – RB.RU / Главная / Опыт – URL: <https://rb.ru/opinion/family-office-russia/> (дата обращения: 15.06.2026).

Значительным шагом вперед в устранении этого противоречия представляется введение российским регулятором плавающего значения для приобретения статуса квалифицированного инвестора в рамках связанных с размером имущества или уровнем дохода критериев в зависимости от факта прохождения такими инвесторами специального тестирования. Комбинирование имущественного и информационного критериев позволяет точнее соотнести объем инвестиционной свободы физического лица с реальными гарантиями защиты его имущественных интересов.

Данная группа инвесторов, получающая статус квалифицированного инвестора с помощью критерия, конструкция которого комбинирует имущественно- и информационно-центрические подходы, представляется наиболее защищенной. Для остальных лиц, которые могут находиться на крайних позициях относительно отдельных критериев, инвестиция в высокорисковый финансовый инструмент может либо быть сродни азартной игры, принцип работы которой определяется случайными или не доступными оценке игроком обстоятельствами³⁵⁶, для лиц со свободными денежными средствами, либо, наоборот, не рассматриваться в качестве доступной инвестиционной опции в силу невозможности лица принять риск полной потери денежных средств в силу нестабильности финансового положения такого лица.

Отдельно стоит отметить, что в результате проводимых реформ правила о категоризации инвесторов на рынке ценных бумаг Российской Федерации и правила аккредитации инвесторов на рынке ценных бумаг США значительно сближаются. В частности, в рамках последней волны нововведений на уровне нормативно правового акта Банка России представлена такая уже ранее известная американскому правопорядку конструкция, как признание лица квалифицированным инвестором на основании критерия уровня дохода. Как правило, при обозначенном выше сближении происходит рецепция рос-

³⁵⁶ Что, в свою очередь, не характерно для принципов функционирования рынка ценных бумаг в силу существования в той или иной степени закономерностей его функционирования, которые в зависимости от доступа лица к необходимой информации, могут обеспечить в той или иной степени долгосрочный успех в предугадывании траектории движения такого рынка.

сийским регулятором практик, ранее принятых в правовом регулировании США³⁵⁷. Тем не менее, можно говорить и о формировании обратной тенденции на фоне рассмотрения регулятором США возможности введения, хоть и в измененной форме, института, закрепленного в российском правовом регулировании. Речь о введении тестирования как одного из критериев получения лицом статуса аккредитованного инвестора. Сравнительно-правовое значение такого сближения состоит не в механическом заимствовании иностранных конструкций, а в поиске баланса между свободой участия лица в гражданском обороте и необходимостью защиты непрофессионального инвестора.

Получивший название Закон 2025 года о равных возможностях для всех инвесторов (англ. «*Equal Opportunities for All Investors Act of 2025*») данный закон в июле 2025 года прошел обсуждение в Палате представителей, нижней палате Конгресса США. В случае принятия данного акта Сенатом и подписания Президентом инвестиционные возможности физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг в США будут значительно расширены.

В соответствии с его положениями SEC в течение года должен будет внести в определение аккредитованного инвестора изменения, необходимые для законодательного закрепления возможности получения физическим лицом статуса аккредитованного инвестора в результате тестирования, и разработать процесс его получения, включая подготовку самого теста и порядка его прохождения. Содержательно такой тест должен подтверждать наличие у экзаменуемого знаний в том числе по следующим вопросам: разновидности ценных бумаг, корпоративное управление, финансовая отчетность, конфликт интересов, требования к раскрытию относительно ценных бумаг, размещаемых по закрытой подписке и освобождаемых от требований о регистрации эмиссии в SEC и раскрытии информации, возникающие в связи с такими бумагами риски, включая риски, связанные с ликвидностью, отграниченным

³⁵⁷ Корнилова Е.В. Статус квалифицированного инвестора: международный и российский опыт // Банковское дело. 2023. № 4. С. 15.

раскрытием, неоднозначной оценкой стоимости таких бумаг и различием подходов к ее определению, информационной диспропорцией, концентрацией, использованием финансового рычага (англ. «*leverage*», то есть заемного капитала) и долгосрочным характером инвестиций в такие бумаги. Существенным отличием представляется и то, что проведением данного тестирования будет заниматься не брокер, а саморегулируемая организация, что в значительной степени митигирует связанные с конфликтом интересов риски, сохраняющиеся при тестировании инвесторов в соответствии с правовым регулированием, действующим в Российской Федерации, а также сближает подобное тестирование с процессом получения лицензии специалиста рынка ценных бумаг.

Также стоит отметить разнонаправленность тенденций дальнейшего развития правового регулирования доступа физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг в рассматриваемых странах с дополнительными ограничениями инвестиционных возможностей в Российской Федерации и курсом на либерализацию правового регулирования, связанным с предоставлением дополнительных возможностей инвесторам в США, проявляющихся в числе прочего в ограничении финансовых инструментов, доступных неквалифицированным инвесторам в Российской Федерации, с одной стороны, и в отмене запрета рекламы финансовых инструментов только для аккредитованных инвесторов с сохранением только проверки брокером наличия статуса аккредитованного инструмента перед совершением операции, а также в инициативе, связанной с упрощением получения статуса аккредитованного инвестора посредством введения института тестирования инвесторов с этой целью в США, с другой стороны.

Сравнительно-правовой анализ показывает, что категоризация инвесторов является не только инструментом финансового регулирования, но и элементом гражданско-правового статуса физического лица на рынке ценных бумаг. В российской модели объем инвестиционной свободы определяется преимущественно через оценку личности инвестора, его знаний, опыта и

имущественной устойчивости. В американской модели центральное значение имеет информационный режим финансового инструмента и объем раскрытия информации. При этом обе модели направлены на решение одной цивилистически значимой задачи: определение пределов самостоятельного участия физического лица в имущественном обороте при сохранении минимально необходимого уровня защиты его прав и законных интересов.

Выводы к ГЛАВЕ 2.

Для разграничения инвесторов – физических лиц на рынке ценных бумаг в правовом регулировании Российской Федерации используются категории неквалифицированных инвесторов, неквалифицированных инвесторов, успешно прошедших тестирование, и квалифицированных инвесторов. Любое лицо по умолчанию обладает статусом неквалифицированного инвестора; отнесение лиц к неквалифицированным инвесторам, успешно прошедшим тестирование, происходит в результате прохождения специального тестирования в отношении отдельного финансового инструмента, доступ к которому предполагается получить; наконец, для получения статуса квалифицированного инвестора необходимо соответствовать одному из установленных законом критериев, в число которых входят: размер имущества, объем заключения сделок, образование, опыт работы, среднегодовой доход. Таким образом, возможность получения того или иного статуса зависит от фактических знаний лица о рынке ценных бумаг или уровня финансовой стабильности, позволяющего принять риск, присущий сделкам на нем.

В качестве критериев, используемых для определения доступности или недоступности финансовых инструментов различным категориям инвесторов на рынке ценных бумаг, применяются: а) критерий сложности структуры такого инструмента и б) критерий прохождения контроля со стороны регулятора. Финансовые инструменты, доступные всем категориям инвесторов, включая неквалифицированных инвесторов, одновременно не являются

сложными и прошли контроль со стороны регулятора. В свою очередь, финансовые инструменты, для доступа к которым необходимо прохождение тестирования, соответствуют лишь одному из данных критериев. Наконец, финансовые инструменты, предназначенные для квалифицированных инвесторов, не соответствуют ни одному из обозначенных критериев. Дополнительно в связи с санкционным давлением в число предназначенных для квалифицированных инвесторов в силу присущего им неотъемлемого инфраструктурного риска попали также иностранные ценные бумаги, в т. ч. соответствующие одному или обоим из обозначенных критериев.

В правовом регулировании рынка ценных бумаг в США используются категории аккредитованных и неаккредитованных инвесторов, а институт тестирования в настоящее время отсутствует. Критерии отнесения инвесторов к совпадающим категориям также сходны. В том числе обоим правовым порядкам присуще обособленное применение критериев, связанных с имуществом, и критериев, связанных со знанием, что может приводить к незащищенности имущественных интересов таких квалифицированных или аккредитованных инвесторов в силу непонимания ими своих рисков или слишком высокого уровня риска для позиции инвестора с небольшим портфелем.

В свою очередь, отнесение финансовых инструментов к числу предназначенных соответственно для аккредитованных инвесторов и неаккредитованных инвесторов происходит в зависимости от объема раскрываемой в связи с ними информации – финансовые инструменты, в отношении которых такое раскрытие не производится, остаются доступны только аккредитованным инвесторам, а финансовые инструменты с раскрытием информации доступны инвесторам обеих категорий. При этом в отношении финансовых инструментов для аккредитованных инвесторов установление приемлемого с точки зрения наличия возможности оценки рисков пониженного стандарта раскрытия информации представляется необходимым для устранения противоречия такого подхода концепции аккредитации инвесторов на основе наличия у них

достаточного уровня знаний или «изошренности» (англ. «*sophistication*»), необходимой для анализа финансовой информации.

Представляется, что основным концептуальным различием в критериях определения уровня доступности финансовых инструментов более или менее широкому кругу лиц является отношение к знанию. В Российской Федерации как в государстве с более молодым рынком ценных бумаг и менее опытными физическими лицами – инвесторами на рынке ценных бумаг регулятор помимо контроля за соблюдением эмитентом требований о раскрытии информации дополнительно контролирует не только раскрытие информации, но и способность инвестора воспринимать и использовать такую информацию при принятии инвестиционных решений. В случае отсутствия такого восприятия и достаточной стабильности для принятия риска у инвестора просто отсутствует возможность заключить сделку. В США же, где протекционизм регулятора намного слабее, инвестор действует на свой риск, при этом его способность оценить такой риск не подлежит отдельной проверке.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенное исследование позволяет сделать вывод, что, несмотря на чрезвычайно высокую активность регулятора, система защиты прав и законных интересов инвесторов – физических лиц в Российской Федерации остается не до конца сформированной. В целом регулирование развивается и движется в правильном направлении, однако беспокойство вызывают значительная нестабильность законодательства и смещение регуляторных приоритетов, характерный для отдельных нововведений в рамках проведенной реформы, направленность механизма тестирования на минимизацию рисков брокера, а не на реальное обеспечение высокого уровня знаний инвестора.

В то же время одной из основных задач российского регулятора является именно повышение доверия граждан к финансовым институтам и рынку ценных бумаг. Именно эта цель находит свое отражение в Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации, регулярно обозначаемых Банком России. В частности, среди трех целей развития финансового рынка в 2021 г. Банк России в качестве первой выделил: «Укрепление доверия розничного потребителя и инвестора к финансовому рынку через усиление его защищенности, повышение финансовой грамотности и расширение доступности финансовых услуг». А в качестве первого из восьми ключевых направлений было отмечено: «Повышение защищенности потребителей финансовых услуг и инвесторов, повышение финансовой грамотности»³⁵⁸. В аналогичном документе Банка России 2024 года эта цель воплощена такой формулой: «укрепление доверия розничного потребителя и рознич-

³⁵⁸ Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2022 год и период 2023 и 2024 годов – Банк России: официальный сайт / Главная / О Банке России // Издания Банка России – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/131935/onrfr_2021-12-24.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

ного инвестора к финансовому рынку через усиление его защищенности, повышение финансовой грамотности и расширение доступности финансовых услуг для граждан, удовлетворение их потребностей в финансовых услугах»³⁵⁹. Банк России отмечает, что «особую важность приобретают вопросы безопасности предлагаемого потребителю (инвестору) продукта и качества его продвижения на рынке».

Одновременно появляются новые виды мошенничества и недобросовестных практик, что требует совершенствования методов противодействия им. В этих условиях необходима дополнительная настройка механизмов защиты прав физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг и потребителей финансовых продуктов и услуг, в том числе с учетом применения искусственного интеллекта и роботизации отношений потребителя и финансовых организаций³⁶⁰.

Одной из ключевых проблем является отсутствие четкого закрепления прав и гарантий законных интересов неквалифицированных инвесторов – физических лиц при оказании им брокерских услуг, а также отсутствие иных механизмов обеспечения их особого статуса при взаимодействии с брокером. Возможным выходом может стать введение специального регулирования договора о брокерском обслуживании на уровне законодательства и закрепление минимальных гарантий соблюдения интересов клиентов, так как общие и в значительной степени фрагментарные положения Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и соответствующих указаний Банка России явно нельзя считать достаточными и эффективными. Подобная система существует в европейском праве в ряде специальных директив, направленных на регулирование потребительских отношений в целом.

³⁵⁹ Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2024 год и период 2025 и 2026 годов – Банк России: официальный сайт / Главная / О Банке России // Издания Банка России– URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/155957/onrfr_2024-26.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

³⁶⁰ Там же.

Альтернативным решением, которое в равной степени может применяться и совместно с предложенными выше положениями о регулировании брокерского договора, может быть введение требования об обязательной регистрации брокером типовых условий в Банке России, при которой этот документ дополнительно должен проверяться на соблюдение прав и законных интересов клиентов. Контроль регулятора за содержанием стандартизированных условий в теории должен значительно ослабить существующую на рынке договорную диспропорцию, так как фактически согласование условий будет осуществляться централизованно Банком России как «представителем» потребителей, к тому же максимально заинтересованным в притоке дополнительных средств в национальную экономику.

В настоящее время права клиента по брокерскому договору на уровне закона обеспечиваются лишь общим принципом добросовестности и запретом злоупотребления правом (п. 3 ст. 1 и п. 1 ст. 10 Гражданского кодекса Российской Федерации)³⁶¹. При этом, несмотря на наличие у клиента возможности оспаривать заключенную брокером с ним или от его имени сделку как нарушающую общие положения гражданского права о добросовестности на основании ст. 1, 10 и п. 1 ст. 168 Гражданского кодекса Российской Федерации, сбор доказательств нарушений со стороны брокера представляется сложным в силу существования информационной диспропорции. Дополнительные требования к брокерам, которые бы ограничивали существующие недобросовестные практики, наподобие мисселинга, или оградили бы инвесторов от неблагоприятных последствий конфликта интересов, устанавливаются только на уровне нормативных документов СРО, а именно внутренними стандартами НАУФОР.

Кроме того, представляется, что у простого неквалифицированного инвестора должна быть сохранена возможность совершения коротких продаж,

³⁶¹ Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 1994. № 32. Ст. 3301.

так как понимание их экономического эффекта достаточно просто. Сам запрет со стороны регулятора вызван скорее относительной сложностью именно механизма маржинальной торговли³⁶², через который такие операции реализованы. При этом, как было обосновано в исследовании, уровень риска и потенциального убытка по таким операциям не превышает уровня риска по традиционной длинной позиции, так как маржинальная торговля подразумевает закрытие брокером позиции в случае невнесения инвестором дополнительной маржи после направления ему требования, а равно при снижении внутренней стоимости позиции ниже определенного значения³⁶³. Единственным ухудшением положения инвестора в таком случае является необходимость в течение срока удержания позиции уплачивать брокеру проценты за пользование предоставляемым в заем инструментом³⁶⁴.

Фактически регулятор принимает излишне протекционистскую позицию по отношению к инвестору. В целом такой подход долгосрочно значительно ограничивает развитие рынка ценных бумаг, бизнеса и экономики в целом, так как существенно повышает барьеры входа на рынок как для инвесторов, так и для компаний, поскольку ограничивает круг как источников вложений, так и источников финансирования, но он логичен и уместен в рамках экономики со значительной долей государственного участия и функционирующего в ее рамках Банка России. Однако существуют отдельные недостатки в первоначальной имплементации этого подхода и более глобальные противоречия между его общей направленностью и другими инициативами на отечественном рынке ценных бумаг.

В качестве основного ориентира, относительно которого происходит выбор доступных физическим лицам – инвесторам на рынке ценных бумаг

³⁶² Подр. см.: Калистратов М.А. Регулирование маржинального сегмента российского фондового рынка // Теория и практика общественного развития. 2015. № 9.

³⁶³ При этом риски, связанные с потенциальными убытками при несвоевременном закрытии позиции, ложатся на брокера.

³⁶⁴ Таким образом, срок удержания позиции ограничен только доступностью средств для ее обслуживания.

инструментов, была установлена не информированность инвестора о потенциальном объекте инвестиции, а именно сложность механизма функционирования таких продуктов и факт прохождения ими проверки Банком России. И если второй критерий вполне обоснован, так как носит формальный характер и обусловлен высоким уровнем протекционистского подхода Банка России над еще относительно неопытными российскими физическими лицами – инвесторами на рынке ценных бумаг, то первый можно было бы считать обоснованным лишь при ином способе его закрепления.

В действительности, как и в случае с определением в качестве основного критерия разграничения между доступными инструментами степени раскрытия информации в их отношении, регулятор также руководствуется информированностью, которая, однако, привязана не к самому продукту, то есть не собственно к раскрытию информации, а к инвестору, то есть к восприятию такой информации, а главное к возможности обработки такой информации и оценки рисков, выводы о наличии которых можно сделать из такой информации. Именно таким образом и происходит получение доступа инвестора к продуктам для неквалифицированных инвесторов, успешно прошедших тестирование.

Для доступа к финансовым инструментам, предназначенным для квалифицированных инвесторов, необходимо соответствие иным критериям. Лишь некоторые из них, например опыт работы или профильное образование, хотя бы формально отражают понимание инвестором механизма функционирования соответствующего финансового инструмента. Однако и эти критерии устанавливают более высокий уровень требований, чем простое понимание природы инструмента, достаточное для принятия инвестиционного решения. Так, наличие диплома подтверждает прохождение образовательной программы, но не всегда свидетельствует о реальном понимании конкретного финансового инструмента. Это особенно очевидно в случаях, когда образовательная программа лишь косвенно связана с таким инструментом

либо была завершена задолго до момента принятия инвестиционного решения. В результате такой способ проверки носит преимущественно формальный характер. Он менее надежен с точки зрения подтверждения действительных знаний инвестора и одновременно предъявляет требования, которые могут быть несоразмерны цели проверки.

В свою очередь, критерий объема активов выпадает из превалирующей для всех трех категорий инвесторов связи между наличием знаний о финансовом инструменте или рынке ценных бумаг в целом и доступом к ним и выглядит неуместным в их контексте. Кроме того, в зависимости от распределения лицом средств между вложениями в рынок ценных бумаг и иными способами их размещения этот критерий, рассчитываемый исходя из абсолютных значений, также не свидетельствует о финансовой устойчивости такого лица и возможности принимать риск, так как остается вероятность возникновения ситуации помещения лицом всех средств в рынок ценных бумаг с целью получения доступа к высокодоходным и высокорисковым сложным инструментам.

Иллюстрирует эту логику позиция Директора Департамента финансовой политики Министерства финансов Российской Федерации И.А. Чебескова о том, что в перспективе при квалификации инвесторов нужно исходить из знаний гражданина, а не размера его активов, поэтому тесты должны сдавать в том числе и обеспеченные граждане³⁶⁵.

В контексте организации тестирования инвесторов также следует привести мнение К.Ю. Молодыко и Л.И. Галиахметовой, заключающееся в том, что в силу очевидного конфликта интересов нельзя делегировать проведение тестирования брокерам, к тому же еще и «экстерном», без реального серьезного обучения. Тесты должны сдаваться только независимым организациям –

³⁶⁵ Иван Чебесков: Предлагаем подумать о введении тестов для признания инвесторов квалифицированными. 25 октября 2021 года – URL: https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=37665-ivan_chebeskov_predlagaem_podumat_o_vvedenii_testov_dlya_priznaniya_investorov_kvalifitsirovannymi (дата обращения: 15.06.2026).

государственным университетам, у которых нет конфликта интересов в отношении сдачи теста, после прохождения серьезного очного обучения³⁶⁶.

Однако конфликт интересов присутствует также и в самом делегировании брокерам функции по присвоению статуса квалифицированного инвестора. Упомянутое выше наличие формальных критериев квалификации дополнительно упрощает для брокеров возможность реализации злоупотреблений, положительный экономический эффект которых для них очевиден³⁶⁷. Существование практики навязывания брокером продуктов для квалифицированных инвесторов неквалифицированным инвесторам с параллельным присвоением, необходимого для доступа к ним статуса, фигурировало в деле банка «Траст» и продолжает практиковаться до сих пор³⁶⁸.

Ценной в данном вопросе может оказаться зарубежная практика. Основным инструментом для защиты физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, используемым регулятором в США, является раскрытие информации, которое, как правило, осуществляется через регистрацию проспекта эмиссии. Регистрация проспекта эмиссии при таком регуляторном подходе является барьером для отсева нестандартных и в силу этого менее понятных финансовых инструментов. Хотя формальное наличие зарегистрированного проспекта эмиссии и не всегда влечет понимание его содержания инвестором, но оно дает такому инвестору возможность ознакомиться со всей информацией, необходимой для принятия взвешенного решения³⁶⁹.

³⁶⁶ Молодыко К.Ю., Галиахметова Л.И. Некоторые направления развития законодательства о фондовом рынке // Закон. 2022. № 2. С. 180.

³⁶⁷ Подр. см.: Болдырева Н. Б., Решетникова Л. Г. Обновление российской модели квалификации инвесторов в условиях модернизации экономики страны // Экономическое, социальное и духовное обновление как основа новой индустриализации России: сб. науч. тр. IV ур. науч. чт. проф. и докторантов общ. наук / отв. Я. П. Силин, В. П. Иваницкий. – Екатеринбург: Изд. УрГЭУ, 2017. – С. 149–156.

³⁶⁸ Селивановский А.Ю. Розничный инвестор на рынке ценных бумаг: договор с брокером. Закон. 2021. № 9. С. 81 – 82.

³⁶⁹ Хабаров С.А. Эволюция понятия «квалифицированный инвестор» // В сборнике: Проблемы современного российского законодательства материалы IV Всероссийской научно-практической конференции. Ответственный редактор С.И. Сулова; Иркутский институт (филиал) ВГУЮ (РПА Минюста России). 2015. С. 261.

Таким образом, имея общее понимание того, как функционирует отдельный вид финансовых инструментов, инвестор на основе конкретных данных применительно к интересующему его конкретному финансовому инструменту может самостоятельно проанализировать его инвестиционную привлекательность и принять решение о его приобретении или отказе от приобретения.

В целом не представляется правильной гиперопека инвесторов, когда регулятор тщательно курирует доступ физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг к финансовым продуктам, и ограничивает его в отношении продуктов, по его же мнению, несущих в себе определенный риск³⁷⁰. Такой подход не решает проблему, а лишь маскирует ее – ограничивает убытки от операций с финансовыми инструментами через ограничение возможности их совершения – и долгосрочно будет ограничивать развитие финансовой грамотности, рынка ценных бумаг и экономики в целом. Излишний протекционизм со стороны государства нарушает формирование внутреннего самоконтроля со стороны инвесторов, а недостаток инвестиционных альтернатив лишает их стимулов самостоятельно изучать механизмы функционирования рынка.

При этом возможны и прецеденты незначительного расширения Банком России доступности финансовых инструментов для неквалифицированных инвесторов. Таковой существует применительно к облигациям с плавающим купоном. В соответствии с обновленной редакцией Федерального закона «О рынке ценных бумаг» неквалифицированным инвесторам, успешно прошедшим тестирование, будут доступны облигации, ставка по которым определяется исходя из среднего значения показателя, выступающего основой для ее расчета, не только за определенный период, но и на определенную дату, при условии, что такая дата наступает за пять рабочих дней до или в день начала

³⁷⁰ Львова С. В. Квалифицированный инвестор: опыт, реальность и перспективы: моногр. / С. В. Львова. – М.: Юстицинформ, 2020. С. 50.

купонного периода³⁷¹ (абзац седьмой пп. б) п. 1 ч. 13 ст. 11), а также применительно к корпоративным облигациям, минимальный кредитный рейтинг, необходимый для предоставления доступа неквалифицированным инвесторам к которым был понижен до уровня «А+»³⁷².

Система защиты инвесторов, опирающаяся преимущественно на ограничительные меры, также противоречит рыночным механизмам³⁷³. Ее основной недостаток заключается в нарушении принципа соотношения риска и вознаграждения, надежности и доходности, применительно к разным финансовым продуктам, доступным инвестору. Наиболее консервативный выбор – банковский депозит – предлагает инвестору фиксированный и страхуемый способ размещения денег³⁷⁴. Далее идут облигации, которые уже не страхуются, но все еще предлагают фиксированный доход, уровень которого ранжируется по степени кредитного риска.

Однако далее происходит значительный скачок в степени риска и градации этих продуктов – обращаясь к управляющему на рынке ценных бумаг или самостоятельно принимая решение о размещении ценных бумаг в отечественные инструменты, не предлагающие фиксированного дохода, инвестор сталкивается с крайней волатильностью российского рынка, обусловленной часто политическими факторами и сопутствующими убытками, вызванными

³⁷¹ Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 11.06.2021 № 192-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 2021. № 24 (Часть I). Ст. 4210.

³⁷² Банк России расширил пул облигаций, доступных для неквалифицированных инвесторов – 20 февраля, 2022 г. – Банк России: официальный сайт / Главная / Новости – URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=23389> (дата обращения: 15.06.2026).

Решение Совета Директоров Банка России от 14 февраля 2025 г. «Об установлении уровней кредитного рейтинга в целях применения подпунктов 2 и 3 пункта 2 статьи 3.1 Федерального закона от 22.04.1996 N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» // Справочно-правовая система «Гарант» – URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/411428989/> (дата обращения: 15.06.2026).

³⁷³ Бикташев А.А. Защита интересов розничного инвестора в США, Китае и России: на примере брокерской деятельности // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Юридические науки. 2022. Т. 26. № 1. С. 144 – 145.

³⁷⁴ Подр. см.: Звягинцева Н.А., Парфенова А.М., Ключевые проблемы привлечения сбережений физических лиц через механизм рынка ценных бумаг // Baikal Research Journal. 2016. № 5. С. 3.

отсутствием ряда инструментов контроля, в частности реальной возможности диверсификации между инструментами и характером позиций по ним.

Причиной этого дисбаланса является нарушение избранной регулятором логики разграничения доступных инвестору инструментов как изначально наличием внутренних противоречий, в частности ограничением доступа простых квалифицированных инвесторов к открытию коротких позиций, так и принимаемыми для оперативного реагирования на возникающие риски дополнительными мерами. В последнем случае центральное место занимает именно ограничение доступа неквалифицированных инвесторов к рынкам недружественных стран в связи с учетными рисками. В результате значительно сокращаются доступные инвестору для диверсификации портфеля альтернативы размещению средств в относимый в соответствии с типологией Международного валютного фонда (МВФ) к развивающимся экономикам российский рынок ценных бумаг, которому присущи потенциально более высокая доходность, одновременно сопряженная с крайне высокой волатильностью, обусловленной как естественными, так и политическими факторами.

С точки зрения стабильности рыночной стоимости такого портфеля в условиях неопределенности сложно оценить соотношение потенциальных рисков, связанных с ограничением доступа к зачастую более устойчивым и менее волатильным рынкам, с рисками утраты возможности распоряжения своими инвестициями. Представляется, что при принятии соответствующих мер оценка риска вполне обоснованно происходит именно исходя из прогнозов наиболее негативных последствий, вплоть до потери права собственности на иностранные активы, однако в моменте и в рамках системы, сформированной до введения соответствующих ограничений, они в значительной степени нарушают ее баланс и не должны восприниматься как долгосрочные, но лишь как временная мера, отсутствие необходимости в которой должно повлечь за собой и пересмотр действующей системы.

В данном контексте также следует привести позицию регулятора США (SEC), которая состоит в подходе, что разумный риск необходим для развития экономики, так как обеспечивает инвестирование в сферы, которые создают значительное число новых рабочих мест, способствуют инновациям и обеспечивают возможности роста³⁷⁵.

Следуя данной логике, развитие рынка ценных бумаг в России должно благотворно сказаться и на экономике в целом. Тем не менее, в рамках проводимой государством политики стремление защитить и научить физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг противоречит стремлению защитить экономику и составляющие ее компании. В частности, речь о многочисленных введенных Правительством Российской Федерации и Банком России запретах и ограничениях раскрытия информации банками, финансовыми организациями, публичными компаниями, в том числе являющимися экономически значимыми организациями³⁷⁶. Эти обстоятельства во многих случаях

³⁷⁵ 17 CFR Parts 230 and 240 [Release № 33-10824; 34-89669; File № S7-25-19] RIN 3235-AM19 Accredited Investor Definition. P.5. URL: <https://www.sec.gov/rules/final/2020/33-10824.pdf> (дата обращения: 15.06.2026).

³⁷⁶ Решение Совета директоров Банка России о перечне информации некредитных финансовых организаций, подлежащей раскрытию в соответствии с законодательством Российской Федерации или нормативными актами Банка России, которую некредитные финансовые организации вправе не раскрывать, и перечне информации, предусмотренной законодательством Российской Федерации или нормативными актами Банка России, которую Банк России вправе не раскрывать на своем официальном сайте в информационно-телекоммуникационной сети Интернет. 19 апреля 2022 г. URL: https://www.cbr.ru/about_br/dir/rsd_2022-04-14_38-01/ (дата обращения: 15.06.2026).

Постановление от 12 марта 2022 г. № 351 «Об особенностях раскрытия и предоставления в 2022 году информации, подлежащей раскрытию и предоставлению в соответствии с требованиями Федерального закона «Об акционерных обществах» и Федерального закона «О рынке ценных бумаг», и особенностях с требованиями неправомерному и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» – Москва. 12 марта 2022 г. // Собрание законодательства Российской Федерации 2022. № 12. Ст. 1837; Постановление от 24 ноября 2022 г. № 2131 «О внесении изменения в постановление Правительства российской Федерации от 12 марта 2022 г. №351» // Собрание законодательства Российской Федерации. 2022. № 49. Ст. 8660.

Указ Президента Российской Федерации от 27.01.2024 № 73 «О временном порядке раскрытия и предоставления информации хозяйственными обществами, являющимися экономически значимыми организациями, и некоторыми связанными с ними лицами» – 27 января 2024 г. – URL: <http://publication.pravo.gov.ru/document/0001202401270001?index=1> (дата обращения: 15.06.2026).

эффективно лишают даже обладающего необходимыми знаниями о функционировании отдельного вида финансовых инструментов инвестора возможности принять взвешенное решение из-за отсутствия фактической информации об инструменте, собственно требующейся для проведения анализа на основе таких знаний.

Тем не менее, полное заимствование американского подхода и утверждение принципа «предупрежден – значит вооружен» также не будет правильным в условиях низкой инвестиционной культуры, связанных с ней объективных требований защиты физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг. Подобная практика будет лишь формировать «мнимую информированность» физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, которые не всегда обладают достаточными знаниями, чтобы анализировать риски, раскрываемые в проспектах эмиссии, объемных документах со сложной структурой, содержащих специализированную финансовую и юридическую информацию. Регуляторный подход, подлежащий внедрению в России, должен носить более обоснованный и ответственный характер, свидетельствовать об осознании инвесторами своих основных рисков и быть направлен на формирование этого осознания.

Представляется целесообразным отказаться от предоставления статуса квалифицированного инвестора на основании критериев благосостояния и объема сделок в силу их формального характера, связанного с ними конфликта интересов, а также отсутствия связи между уровнем благосостояния и пониманием связанных с финансовым инструментом рисков. В свою очередь, само присвоение статуса квалифицированного инвестора брокером на основании остальных критериев должно носить формальный характер и основываться на документах, предоставленных инвестором и выданных неаффилированным с брокером третьим лицом.

Это невозможно, например, при осуществлении брокером проверки объема активов, размещенных на счетах такого брокера, для подтверждения со-

ответствия критерию благосостояния или проверки объема сделок, совершенных через такого брокера, для подтверждения соответствия критерию опыта сделок, но возможно, например, при осуществлении проверки наличия необходимого сертификата или диплома для подтверждения соответствия критерию образования или проверки данных трудовой книжки для подтверждения соответствия критерию опыта работы, а равно потенциальной проверки справки о доходах для подтверждения соответствия критерию уровня дохода.

Конфликт интересов, также присутствующий при тестировании инвесторов, которое в настоящий момент возложено на брокеров, в отношении продуктов для неквалифицированных инвесторов, успешно прошедших тестирование, не представляется критичным в силу пониженной степени риска, ассоциируемой с такими продуктами. Тем не менее, в отношении тестирования для определения пороговых значений в рамках критериев объема сделок и благосостояния с целью предоставления статуса квалифицированного инвестора подобный конфликт интересов уже связан с более рискованными продуктами и должен быть устранен посредством делегации проведения тестирования независимыми организациями, не имеющими конфликта интересов, и введения обязательного обучения инвесторов в таких организациях перед проведением тестирования.

Причиной обозначенных недостатков следует считать, во-первых, изначальную имплементацию и последующее реформирование ныне действующей на рынке ценных бумаг классификации на квалифицированных и неквалифицированных инвесторов в отрыве от иных действующих в родных этой классификации правовых норм, в первую очередь, упомянутого выше подхода о восприятии раскрытия информации как основной гарантии прав физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, и, во-вторых, использование именно абсолютных значений размера вложений в рынок ценных бумаг как индикатора финансового состояния отдельных лиц. При адап-

тации такой системы к правопорядку, преимущественно оперирующему максимой «запрещено всё, что не разрешено», неизбежны определенные несостыковки, вызванные ее формированием в правопорядке, исходящем из обратных начал.

Стоит отметить, что благодаря предпринимаемым Банком России реформам регулирование продолжает совершенствоваться, уже значительно повысив качество жизни инвестора, не скомпрометировав при этом предоставленный ему уровень защиты. Концептуально значительным недостатком регулирования Российской Федерации остаются свойственные ему внутренние противоречия и несоответствие заложенной в его основу логики новым мерам регулятора.

В заключение стоит также обозначить перспективы дальнейшего развития правового регулирования рынка ценных бумаг Российской Федерации, обозначенные Банком России.

Во-первых, в рамках регулирования сделок с криптовалютой Банк России планирует ввести новую категорию «особо квалифицированных инвесторов», в качестве требований получения которой будут выступать значительно повышенные критерии размера имущества и объема сделок – их значение планируется установить в 100 000 000 рублей Российской Федерации и 50 000 000 рублей Российской Федерации за прошедший год, соответственно, при этом особенности расчета данных показателей к настоящему времени не были раскрыты, однако предполагается, что они будут совпадать с применимыми в отношении получения статуса квалифицированного инвестора. Стоит отметить, что, несмотря на формальное исключение цифровой валюты и цифровых финансовых активов из предмета правового регулирования рынка ценных бумаг, для которого характерно в первую очередь определение правил оборота ценных бумаг и заключения ПФИ, Банк России стремится использовать и применять по аналогии ранее опробованные в схожем правовом поле регуляторные конструкции, что представляется логичным, так как по

своей экономической природе данные объекты гражданских прав также представляют собой определенные финансовые продукты, особые риски которых связаны в первую очередь с относительной дерегулированностью их правового режима и отсутствием централизованной системы учета и выпуска³⁷⁷.

Во-вторых, на фоне продолжающегося отсутствия полноценного раскрытия информации о финансовом состоянии ряда публичных российских компаний в силу сохраняющихся санкционных рисков Банк России планирует ввести систему присвоения кредитными рейтинговыми агентствами особых рейтингов акциям российских эмитентов, что могло бы частично компенсировать отсутствие информации о некоторых из них. Предполагается, что такой механизм должен предлагать в предельно простом, доступном для понимания даже самого неискушенного инвестора, виде оценку, сформированную на основе анализа, проведенного организациями, занимающимися такой оценкой на профессиональной основе.

В настоящее время методология расчета рейтинга еще не была представлена. Опасение вызывает как предельное упрощение концепции присвоения рейтинга, которая, как предполагается, в отличие от оценки кредитного качества эмитента, будет основываться на значительно более широком круге показателей финансового и нефинансового характера, так и предполагаемое присвоение данного рейтинга каждые полгода, что исключит из оценки учет ряда внешних факторов, актуальных на момент приобретения ценной бумаги, а также тот факт, что предлагаемая Банком России система выставления звезд по пятибалльной шкале может восприниматься инвесторами не как

³⁷⁷ Новый экспериментальный режим для сделок с криптовалютами – 12 марта, 2025 г. – Банк России: официальный сайт / Главная / Новости – URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=23448> (дата обращения: 15.06.2026).

оценка состояния эмитента, а как вероятность получения положительного экономического эффекта из бумаг такого эмитента³⁷⁸.

При этом стоит отметить, что подобная система оценки не является беспрецедентной. На рынке ценных бумаг США более 40 лет действует информационно-аналитическое рейтинговое агентство с говорящим названием Morningstar. Оно занимается оценкой фондов, действующих более трех лет и инвестирующих в различные категории активов, на основании уровня их риска и дохода. При этом присваиваемый рейтинг основывается на положении такого фонда относительно иных фондов (например, 10% фондов с самым высоким уровнем дохода получают рейтинг в «5 звезд», даже если уровень дохода первого и последнего по уровню дохода фонда с соответствующим рейтингом значительно различаются), а присвоение рейтингов осуществляется на ежемесячной основе³⁷⁹. Кроме того, аналогичная критика относительно репрезентативности присваиваемых Morningstar оценок поднималась и в США³⁸⁰.

Таким образом, подобная оценка должна восприниматься инвесторами с большим количеством оговорок и будет полезна в крайне ситуативных обстоятельствах.

В-третьих, Банк России планирует пересмотреть процедуру раскрытия информации в рамках первичного публичного предложения (ИПО) и расширить перечень такой информации. Предполагается включить в проспект

³⁷⁸ ЦБ представил новый «звездный механизм» выставления рейтингов по акциям – Текст: электронный // РБК – 26 марта 2025 г. URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/67e28a369a7947f3920e51f3> (дата обращения: 15.06.2026).

³⁷⁹ Morningstar Research Services LLC Form ADV Part 2A: Firm Brochure – Morningstar. Official website / Home / Disclosures / United States Disclosures / Morningstar Research Services LLC – URL: <https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/blt13f7ffb5497a8f86/MRS-2-Form-ADV.pdf> (дата обращения: 15.06.2026).

³⁸⁰ Huebscher, Robert Morningstar Versus The Wall Street Journal: Who Won? – October 29, 2017 – Home / Insights & education / Articles – URL: <https://www.advisorperspectives.com/articles/2017/10/29/morningstar-versus-the-wall-street-journal-who-won> (дата обращения: 15.06.2026).

эмиссии прогнозные показатели деятельности эмитента, которые в настоящее время включаются в состав маркетинговых материалов, связанных с осуществлением эмиссии, дополнить его кратким резюме содержания, написанным понятным для неквалифицированных инвесторов языком, в целом стандартизировать форму подготавливаемого эмитентами проспекта эмиссии для общего упрощения восприятия этого документа, а также сделать обязательной публикацию аналитических отчетов о состоянии компании, подготовленных независимыми оценщиками. Кроме того, предполагается ввести на уровне подзаконного нормативного акта отдельное регулирование правового статуса организатора IPO (роль которого в настоящее время, как правило, выполняет инвестиционный банк или брокерская организация, помимо непосредственно услуги по организации размещения дополнительно оказывающая эмитенту ряд связанных с ним услуг консультационного характера) и предусмотреть его ответственность за содержащуюся в проспекте эмиссии информацию, а также сделать его указание в таком проспекте обязательным³⁸¹.

Представляется, что изменения, связанные с расширением перечня предоставляемой в рамках IPO информации, должны рассматриваться как положительные в отношении физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг, так как подразумевают возможность принимать инвестиционное решение на основе более полной информации об объекте инвестирования, однако опасения вызывает как потенциальное введение в заблуждение инвесторов прогнозами, возможность реализации которых в будущем носит лишь

³⁸¹ Доклад для общественных консультаций «Информационная прозрачность на рынке ценных бумаг: эмитенты и условия первичного размещения акций» – январь, 2025 г. – Банк России: официальный сайт / Главная/ Аналитика / Доклады для общественных консультаций – URL:

https://www.cbr.ru/Content/Document/File/171925/Consultation_Paper_20012025.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

Брокеры попросили ЦБ не делать прогнозы обязательными в рамках IPO – 25 февраля 2025 – НАУФОР: официальный сайт / Главная / Новости / НАУФОР в СМИ – URL: <https://naufor.ru/tree.asp?n=29858> (дата обращения: 15.06.2026).

вероятностный характер, чрезмерное упрощение информации, подлежащей включению в резюме проспекта эмиссии, так и связанное с ним формирование мнения физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг на основании неполной информации, что может привести к игнорированию данных, существенных для оценки привлекательности инвестиции. В свою очередь, потенциальные нововведения, связанные с регламентацией статуса организатора IPO могли бы помочь устранить конфликт интересов, связанный с совмещением деятельности брокера и организатора IPO.

Отдельно стоит заметить, что последние две инициативы в первую очередь направлены преимущественно на расширение стандарта раскрытия информации и снижение информационной диспропорции, существующей на рынке ценных бумаг между инвесторами и его профессиональными участниками, что полностью соответствует утверждению раскрытия информации как основной гарантии прав физических лиц – инвесторов на рынке ценных бумаг.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ НОРМАТИВНЫХ ПРАВОВЫХ АКТОВ И НАУЧНОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Нормативные правовые акты

1.1. Конституция Российской Федерации

1.1.1. Конституция Российской Федерации: принята всенародным голосованием 12 декабря 1993 г., с изменениями, одобренными в ходе общероссийского голосования 1 июля 2020 г. [Электронный ресурс] // <http://www.kremlin.ru/acts/constitution> (дата обращения: 15.06.2026).

1.2. Нормативные правовые акты Российской Федерации

1.2.1. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая: федер. закон от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ (ред. от 08.08.2024) // Собрание законодательства Российской Федерации. – 1994. – № 32. – Ст. 3301.

1.2.2. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть вторая: федер. закон от 26.01.1996 г. № 14-ФЗ (ред. от 08.08.2024) // Собрание законодательства Российской Федерации. – 1996. – № 5. – Ст. 410.

1.2.3. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть третья: федер. закон от 26.11.2001 г. № 146-ФЗ (ред. от 08.08.2024) // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2001. – № 49. – Ст. 4552.

1.2.4. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть четвертая): федер. закон от 18.12.2006 г. Раздел III «Международное частное право (ст. 1186-1224)» (ред. от 08.08.2024) // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2006. – № 52 (1 ч.). – Ст. 549.

1.2.5. Гражданский процессуальный кодекс Российской Федерации: федер. закон от 14.11.2002 г. № 138-ФЗ (ред. от 26.10.2024) // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2002. – № 46. – Ст. 4532.

1.2.6. Закон РСФСР «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» (ред. от 26.07.2017): Закон РСФСР от 26.06.1991 № 1488-1 // Ведомости СНД и ВС РСФСР. 1991. – № 29. – Ст. 1005.

1.2.7. Закон РФ «О защите прав потребителей»: Закон РФ от 07.02.1992 № 2300-1 // Собрание законодательства Российской Федерации. – 1996. – № 3. – Ст. 140.

1.2.8. Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 11.06.2021 № 192-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. –2021. – № 24 (Часть I). – Ст. 4210.

1.2.9. Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков» № 251-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. –2013. – № 30 (Часть I). – Ст. 4084.

1.2.10. Федеральный закон «О внесении изменений в статьи 102 и 126.2 части первой и часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации» от 23.03.2024 № 58-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. –2024. – №13. –Ст. 1681.

1.2.11. Федеральный закон Федерации от 19.12.2023 № 600-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2023. – № 52. – Ст. 9513.

1.2.12. Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 23.11.2024 № 390-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. –2024. – № 48. – Ст. 7197.

1.2.13. Федеральный закон «О внесении изменений в Федеральный закон «О Рынке ценных бумаг» и отдельные законодательные акты Российской Федерации»: Федеральный закон от 31.07.2020 № 306-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2020. – № 31 (часть I). – Ст. 5065.

1.2.14. Федеральный закон «О защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг»: Федеральный закон от 05.03.1999 № 46-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. – 1999.– № 10. – Ст. 1163.

1.2.15. Федеральный закон «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (последняя редакция): Федеральный закон от 27.07.2010 № 224-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2010. – № 31. – Ст. 4193.

1.2.16. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»: Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации, – 1996. – № 17. – Ст. 1918.

1.2.17. Федеральный закон от 25.02.1999 № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложе-

ний» // Собрание законодательства Российской Федерации. 1999 – № 9. – Ст. 1096.

1.2.18. Федеральный закон «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации»: Федеральный закон от 09.07.1999 № 160-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации, 12.07.1999, № 28, ст. 3493.

1.2.19. Федеральный закон «Об уполномоченном по правам потребителей финансовых услуг» от 04.06.2018 № 123-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации 11.06.2018, № 24, ст. 3390.

1.2.20. Федеральный закон от 10.07.2002 N 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» // Собрание законодательства Российской Федерации. 2002. – № 28. – Ст. 2790.

1.2.21. Федеральный закон от 21 декабря 2013 г. № 353-ФЗ «О потребительском кредите (займе)» // Собрание законодательства Российской Федерации. 2013. – № 51. – Ст. 6673.

1.2.22. Федеральный закон от 27.11.2018 N 422-ФЗ «О проведении эксперимента по установлению специального налогового режима «Налог на профессиональный доход» // Собрание законодательства Российской Федерации. 2018. – № 49 (часть I). – Ст. 7494.

1.2.23. Указ Президента Российской Федерации от 27.01.2024 № 73 «О временном порядке раскрытия и предоставления информации хозяйственными обществами, являющимися экономически значимыми организациями, и некоторыми связанными с ними лицами» – 27 января 2024 г. – URL: <http://publication.pravo.gov.ru/document/0001202401270001?index=1> (дата обращения: 15.06.2026).

1.2.24. Указ Президента РФ «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года»: Указ Президента РФ от 07.05.2018 № 204 // Собрание законодательства Российской Федерации, 14.05.2018, № 20, Ст. 2817.

1.2.25. Указ Президента РФ от 07.05.2024 № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года» // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2024, – № 20. – Ст. 2584.

1.2.26. Указ Президента РФ от 18.11.1995 № 1157 «О некоторых мерах по защите прав вкладчиков и акционеров» (ред. от 19.12.2014) // Собрание законодательства Российской Федерации. – 1995. – № 47. – Ст. 4501.

1.2.27. Постановление от 24 ноября 2022 г. № 2131 «О внесении изменений в постановление Правительства Российской Федерации от 12 марта 2022 г. №351» // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2022. – № 49. – Ст. 8660.

1.2.28. Постановление Правительства РФ от 31.08.2013 № 761 «Об утверждении перечня услуг, непосредственно связанных с услугами, которые оказываются в рамках лицензируемой деятельности регистраторами, депозитариями, включая специализированные депозитарии и центральный депозитарий, дилерами, брокерами, управляющими ценными бумагами, управляющими инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, клиринговыми организациями, организаторами торговли, реализация которых освобождается от обложения налогом на добавленную стоимость» // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2013. – № 36. – Ст. 4588.

1.2.29. Распоряжение Правительства РФ «Об утверждении Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года» (с изменениями на 28 сентября 2018 года): Распоряжение Правительства РФ от 17.11.2008 № 1662-р // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2008. – № 47. – Ст. 5489.

1.2.30. Распоряжение Правительства РФ от 25.09.2017 № 2039-р «Об утверждении Стратегии повышения финансовой грамотности в Российской Федерации на 2017 – 2023 года» // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2017. № 40. – Ст. 5894.

1.2.31. Распоряжение Правительства РФ от 24.10.2023 № 2958-р «Об утверждении Стратегии повышения финансовой грамотности и формирования финансовой культуры до 2030 года» // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2023 – № 45. – Ст. 8091.

1.3. Официальные документы Банка России и саморегулируемых организаций

1.3.1. Положение Банка России «О лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, ограничениях на совмещение отдельных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также о порядке и сроках представления в Банк России отчетов о прекращении обязательств, связанных с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, в случае аннулирования лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг» (ред. от 16.12.2020): Положение Банка России от 27.07.2015 № 481-П (Зарегистрировано в Минюсте России 25.08.2015 №38673) // Вестник Банка России, № 75, 04.09.2015.

1.3.2. Положение об Экспертном совете по защите прав потребителей финансовых услуг – Банк России: официальный сайт / Главная / О Банке Рос-

сии / Экспертные советы – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/148364/od-3528_od-182.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

1.3.3. Положение об Экспертном совете по защите прав розничных инвесторов – Банк России: официальный сайт / Главная / О Банке России / Экспертные советы – URL: <https://www.cbr.ru/Content/Document/File/112458/OD-1450.pdf> (дата обращения: 15.06.2026).

1.3.4. Положение об Экспертном совете по финансовой грамотности – Банк России: официальный сайт / Главная / О Банке России / Экспертные советы – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/124919/20210721_od_1140_1.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

1.3.5. Решение Совета директоров Банка России о перечне индексов, устанавливаемых в целях применения абзаца восьмого подпункта «б» пункта 1 части 13 статьи 11 Федерального закона от 11.06.2021 № 192-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» – Банк России: Официальный сайт / Главная / О Банке России / Совет Директоров Банка России – URL: https://www.cbr.ru/rbr/dir_decisions/rsd_2024-06-21_38_01/ (дата обращения: 15.06.2026).

1.3.6. Решение Совета директоров Банка России о перечне информации некредитных финансовых организаций, подлежащей раскрытию в соответствии с законодательством Российской Федерации или нормативными актами Банка России, которую некредитные финансовые организации вправе не раскрывать, и перечне информации, предусмотренной законодательством Российской Федерации или нормативными актами Банка России, которую Банк России вправе не раскрывать на своем официальном сайте в информационно-телекоммуникационной сети Интернет – Москва, 19 апреля 2022 г. – Банк России: Официальный сайт / Главная/ О Банке России/ Совет директоров Банка России – URL: https://www.cbr.ru/about_br/dir/rsd_2022-04-14_38-01/ (дата обращения: 15.06.2026).

1.3.7. Решение Совета Директоров Банка России от 14 февраля 2025 г. об установлении уровней кредитного рейтинга в целях применения подпунктов 2 и 3 пункта 2 статьи 3.1 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» // Справочно-правовая система «Гарант» – URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/411428989/> (дата обращения: 15.06.2026).

1.3.8. Указание Банка России от 01.10.2024 N 6886-У «О минимальных (стандартных) требованиях к объему и содержанию информации, предоставляемой кредитной организацией, действующей от своего имени при совершении

сделки с физическим лицом по возмездному отчуждению ценных бумаг, при заключении договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, либо действующей от имени и (или) по поручению некредитной финансовой организации при заключении с физическим лицом договоров об оказании финансовых услуг, в том числе об их условиях и рисках, связанных с их исполнением, а также о форме, способах и порядке предоставления указанной информации» (Зарегистрировано в Минюсте России 06.11.2024 № 80033) // Вестник Банка России. – 2024. – № 46.

1.3.9. Указание Банка России от 01.10.2024 №6885-У «О ценных бумагах и производных финансовых инструментах, предназначенных для квалифицированных инвесторов» // Вестник Банка России. – 2024. – № 46.

1.3.10. Указание Банка России от 02.08.2021 № 5873-У «Об установлении обязательного норматива достаточности капитала для профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих дилерскую, брокерскую деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами и деятельность форекс-дилеров» (Зарегистрировано в Минюсте России 02.09.2021 № 64857) // Вестник Банка России. – 2021. – № 65.

1.3.11. Указание Банка России от 07.12.2020 № 5652-У «О случаях, когда поручение клиента, указанное в пункте 2.3 статьи 3 Федерального закона от 22 апреля 1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», исполняется путем совершения брокером сделки с третьим лицом не на организованных торгах, случаях исполнения брокером обязательств перед клиентом, когда брокер вправе зачислить собственные денежные средства на специальный брокерский счет, а также требованиях к осуществлению брокерской деятельности к осуществлению брокерской деятельности при совершении операций с денежными средствами клиентов» (Зарегистрировано в Минюсте России 14.01.2021 № 62093) // Вестник Банка России. – 2021. – № 6.

1.3.12. Указание Банка России от 13.04.2020 № 5436-У «Об установлении обязательного норматива краткосрочной ликвидности для брокера, которому клиентами предоставлено право использования их денежных средств в его интересах (Зарегистрировано в Минюсте России 25.05.2020 № 58454) // Вестник Банка России. – 2020. – № 46.

1.3.13. Указание Банка России от 23.08.2021 № 5899-У «Об обязательных для профессиональных участников рынка ценных бумаг требованиях, направленных на выявление конфликта интересов, управление им и предотвращение его реализации» (Зарегистрировано в Минюсте России 19.10.2021 №65474) // Вестник Банка России. – 2021. – № 75.

1.3.14. Указание Банка России от 25.07.2014 № 3349-У «О единых требованиях к правилам осуществления брокерской деятельности при

совершении операций с имуществом клиента брокера» (Зарегистрировано в Минюсте России 25.08.2014 №33865) // Вестник Банка России. – 2014. – № 81.

1.3.15. Указание Банка России от 26.10.2017 № 4585-У «О требованиях к содержанию базовых стандартов защиты прав и интересов физических и юридических лиц – получателей финансовых услуг, оказываемых членами саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка, объединяющих брокеров, управляющих, депозитариев, регистраторов» (Зарегистрировано в Минюсте России 24.11.2017 №49006) // Вестник Банка России. – 2017. – № 103.

1.3.16. Указание Банка России от 27.09.2022 № 6270-У «Об объеме, формах, сроках и порядке составления и представления отчетности специализированного депозитария" (вместе с «Порядком и сроками представления отчетности специализированного депозитария, предусмотренной приложением 1 к указанию Банка России от 13 января 2021 года № 5713-У «Об объеме, формах, сроках и порядке составления и представления отчетности специализированного депозитария» (Зарегистрировано в Минюсте России 10.02.2023 №72318) // Вестник Банка России. – 2023. – № 12-13.

1.3.17. Указание Банка России от 29 апреля 2015 г. № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами» // Вестник Банка России. – 2015. – № 51.

1.3.18. Указание Банка России от 30.05.2016 № 4026-У (ред. от 26.10.2017) «О перечне обязательных для разработки саморегулируемыми организациями в сфере финансового рынка, объединяющими брокеров, дилеров, управляющих, депозитариев, регистраторов, базовых стандартов и требованиях к их содержанию, а также перечне операций (содержании видов деятельности) на финансовом рынке, подлежащих стандартизации в зависимости от вида деятельности финансовых организаций» (Зарегистрировано в Минюсте России 08.06.2016 №42453) // Вестник Банка России. – 2016. – № 56.

1.3.19. Указание Банка России от 31.03.2022 № 6113-У «О порядке применения Банком России к кредитной организации мер, предусмотренных статьей 74.1 Федерального закона от 10 июля 2002 года № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», и к некредитной финансовой организации мер, предусмотренных статьей 76.8-1 Федерального закона от 10 июля 2002 года № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» (Зарегистрировано в Минюсте России 02.09.2022 № 69916) // Вестник Банка России. – 2022. – № 46.

1.3.20. Указание от «9» января 2023 г. № 6347-У «О ценных бумагах и производных финансовых инструментах, предназначенных для квалифицированных инвесторов» // Вестник Банка России. – 2023. – № 24.

1.3.21. Информационное письмо от 24.01.2018 № ИН-015-55/3 «О некоторых практиках, имеющих место в брокерской деятельности» // Вестник Банка России. 2018. – № 9.

1.3.22. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019 – 2021 годов – Банк России: официальный сайт / Главная / О Банке России // Издания Банка России. – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/71220/main_directions.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

1.3.23. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2022 год и период 2023 и 2024 годов – Банк России: официальный сайт / Главная / О Банке России // Издания Банка России – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/131935/onrfr_2021-12-24.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

1.3.24. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2023 год и период 2024 и 2025 годов – Банк России: официальный сайт / Главная / О Банке России // Издания Банка России – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/143773/onfr_2023-2025.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

1.3.25. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2024 год и период 2025 и 2026 годов – Банк России: официальный сайт / Главная / О Банке России // Издания Банка России – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/155957/onrfr_2024-26.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

1.3.26. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2025 год и период 2026 и 2027 годов – Банк России: официальный сайт / Главная / О Банке России // Издания Банка России – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/165924/onrfr_2025_2027.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

1.3.27. Письмо МНС РФ от 12.08.2004 N 04-3-01/500@ «О налогообложении доходов по операциям купли-продажи ценных бумаг» // Справочно-правовая система «КонсультантПлюс» – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_67239/ (дата обращения: 15.06.2026).

1.3.28. Рекомендации к порядку организации и осуществления профессиональным участником рынка ценных бумаг выявления конфликта интересов, управления им и предотвращения его реализации Саморегулиру-

емой организации «Национальная финансовая ассоциация» – НФА: официальный сайт / Главная / Стандарты и документы/ Методические материалы – URL: <https://nfa.ru/guide/methodical-documents/> (дата обращения: 15.06.2026).

1.3.29. Базовый стандарт защиты прав инвесторов физических и юридических лиц – получателей финансовых услуг, оказываемых членами саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка, объединяющих брокеров – НАУФОР: официальный сайт / Главная / Стандарты/ Базовые стандарты. URL: <https://www.naufor.ru/tree.asp?n=18276> (дата обращения: 15.06.2026).

1.3.30. Базовый стандарт совершения брокером операций на фондовом рынке – НАУФОР: официальный сайт / Главная / Стандарты/ Базовые стандарты. URL: <https://www.naufor.ru/tree.asp?n=16117> (дата обращения: 15.06.2026).

1.3.31. Внутренний стандарт НАУФОР «Требования к взаимодействию с физическими лицами при предложении финансовых инструментов, а также услуг по совершению необеспеченных сделок» – НАУФОР: официальный сайт / Стандарты/ Базовые стандарты – URL: <https://naufor.ru/tree.asp?n=18297> (дата обращения: 15.06.2026).

1.3.32. Внутренний стандарт НАУФОР «Требования к предоставлению брокерами физическим лицам – получателям финансовых услуг информационных документов о финансовых инструментах» – НАУФОР: официальный сайт / Главная / Стандарты / Базовые стандарты. – URL: <https://naufor.ru/tree.asp?n=25538> (дата обращения: 15.06.2026);

1.3.33. Доклад для общественных консультаций «Информационная прозрачность на рынке ценных бумаг: эмитенты и условия первичного размещения акций» – январь, 2025 г. – Банк России: официальный сайт / Главная/ Аналитика / Доклады для общественных консультаций – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/171925/Consultation_Paper_20012025.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

1.4. Материалы судебной практики

1.4.1. Информационное письмо Президиума Высшего арбитражного суда Российской Федерации от 13.09.2011 № 146 «Обзор судебной практики по некоторым вопросам, связанным с применением к банкам административной ответственности за нарушение законодательства о защите прав потреби-

телей при заключении кредитных договоров» // Вестник Высшего арбитражного суда Российской Федерации. – 2011. – № 11.

1.4.2. Информационное письмо Президиума Высшего арбитражного суда Российской Федерации от 13.09.2011 № 147 «Обзор судебной практики разрешения споров, связанных с применением положений Гражданского кодекса Российской Федерации о кредитном договоре» // Вестник Высшего арбитражного суда Российской Федерации. – 2011. – № 11.

1.4.3. Обзор законодательства и судебной практики Верховного Суда Российской Федерации за первый квартал 2008 года (утв. Постановлением Президиума Верховного Суда РФ от 28.05.2008) // Бюллетень Верховного Суда Российской Федерации. – 2008. – № 8 (извлечение).

1.4.4. Определение Судебной коллегии по гражданским делам Верховного Суда РФ от 07.06.2016 № 75- КГ16-2. // Информационно-правовой портал «Законы, кодексы и нормативно-правовые акты в Российской Федерации» – URL: <https://legalacts.ru/sud/opredelenie-verkhovnogo-suda-rf-ot-07062016-n-75-kg16-2/> (дата обращения: 15.06.2026).

1.4.5. Постановление Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 28.06.2012 № 17 «О рассмотрении судами гражданских дел по спорам о защите прав потребителей» // Бюллетень Верховного Суда Российской Федерации. – 2012. – № 9.

1.4.6. Постановление Федеральной антимонопольной службы Восточно-Сибирского округа от 6 октября 2009 г. по делу № А74-13/09 // Российский налоговый портал. – URL: http://taxpravo.ru/sudebnie_dela/statuya-89444-postanovlenie_fas_vostochno-sibirskogo_okruga_ot_6_oktyabrya_2009_g_N (дата обращения: 15.06.2026).

1.4.7. Проект Информационного письма Президиума Высшего арбитражного суда Российской Федерации «Об отдельных вопросах разрешения споров из договоров процентного свопа» (по состоянию на 17.09.2013) (подготовлен ВАС РФ) // Справочно-правовая система «КонсультантПлюс» – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_67239/ (дата обращения: 15.06.2026).

1.5. Нормативные правовые акты и иные официальные документы иностранных государств

1.5.1. 13 CFR Part 108 - Part 108—New Markets Venture Capital (“Nmvc”) Program // Cornell Law School [Legal Information Institute] – Url:

<https://www.law.cornell.edu/cfr/text/13/part-108> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.2. 15 U.S. Code Chapter 16 – Federal Deposit Insurance Corporation // Cornell Law School [Legal Information Institute] – Url: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/12/chapter-16> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.3. 15 U.S. Code Chapter 2a - Securities And Trust Indentures – Prohibitions Relating To Interstate Commerce And The Mails // Cornell Law School [Legal Information Institute] – Url: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/chapter-2a> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.4. 15 U.S. Code Chapter 2b - Securities Exchanges // Cornell Law School [Legal Information Institute]. – Url: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/chapter-2b> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.5. 15 U.S. Code Chapter 2b-1 - Securities Investor Protection // Cornell Law School [Legal Information Institute] – Url: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/chapter-2b-1> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.6. 15 U.S. Code Subchapter I - Federal Trade Commission // Cornell Law School [Legal Information Institute]. – Url: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/chapter-2/subchapter-i> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.7. 17 Cfr Part 200 - Part 200—Organization; Conduct And Ethics; And Information And Requests // Cornell Law School [Legal Information Institute]. – Url: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-200> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.8. 17 Cfr Part 227 - Part 227—Regulation Crowdfunding, General Rules And Regulations // Cornell Law School [Legal Information Institute] – Url: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-227> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.9. 17 Cfr Part 230 - Part 230—General Rules And Regulations, Securities Act Of 1933 – Cornell Law School [Legal Information Institute] – Url: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-230> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.10. 17 Cfr Part 240 - Part 240—General Rules And Regulations, Securities Act Of 1933 – Cornell Law School [Legal Information Institute] – Url: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-240> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.11. 17 Cfr Part 242 - Regulations M, Sho, Ats, Ac, Nms, Se, And Sbsr, And Customer Margin Requirements For Security Futures – Cornell Law School [Legal Information Institute] – Url: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-242> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.12. 17 Cfr Subpart A - Regulation S-P: Privacy Of Consumer Financial Information And Safeguarding Personal Information // Cornell Law School [Legal Information Institute]. – Url: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-248/subpart-a> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.13. 47 Cfr Chapter I - Chapter I—Federal Communications Commission – Definitions. // Cornell Law School [Legal Information Institute] – Url: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/47/chapter-i> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.14. Delaware Code // Title 6 – Commerce And Trade // Subtitle 2 – Other Laws Relating To Commerce And Trade // Chapter 25 – Prohibited Trade Practices // Subchapter Iii – Deceptive Trade Practices– Url: <https://delcode.delaware.gov/title6/c025/sc03/index.html> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.15. Directive 2008/48/Ec Of The European Parliament And Of The Council Of 23 April 2008 On Credit Agreements For Consumers And Repealing Council Directive 87/102/EEC, Art. 2.2.C) // EUROPA / EUR-Lex Home / EUR-Lex – 32008L0048EN. Url: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2008/48/oj> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.16. Directive 2014/65/Eu Of The European Parliament And Of The Council Of 15 May 2014 On Markets In Financial Instruments And Amending Directive 2002/92/Ec And Directive 2011/61/Eu (Mifid Ii), П.П. 1(11) И (12) Ст. 4 // Official Journal L 173/349. 12.6.2014.

1.5.17. Dodd-Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act // Home // Legislation // 11th Congress // H.R. 4173 – Dodd-Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act. – URL: <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/text> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.18. Executive Order 12631 – Working Group On Financial Markets – National Archives: Official Website / Home / Office Of The Federal Register (OFR) / Codification / Executive Orders – URL: <https://www.archives.gov/federal-register/codification/executive-order/12631.html> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.19. Mass. Gen. Laws Ch. 93A // General Laws // Part I // Title XV – URL: <https://Malegislature.Gov/Laws/Generallaws/Parti/Titlexv/Chapter93a> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.20. Regulation (EU) No 1286/2014 Of The European Parliament And Of The Council Of 26 November 2014 On Key Information Documents For Packaged Retail And Insurance-Based Investment Products (Priips). OJ L 352, 9.12.2014, P. 1–23 – EUR-Lex: Official Website / Home/ Regulation - 1286/2014 - EN - Priips Regulation - EUR-Lex – URL: <https://Eur-Lex.Europa.Eu/Legal-Content/EN/TXT/?Uri=CELEX:32014R1286> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.21. Davis V. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 906 F.2d 1206 // Openjurist // F.2d Federal Reporter. Second Series // 906 F.2d – URL: <https://Openjurist.Org>. (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.22. COBS 4 FCA Handbook – FCA: Official Website / Home / FCA Handbook <https://Www.Handbook.Fca.Org.Uk/Publication/Handbook/COBS/4/> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.23. Conflict Of Interest Report – FINRA: Official Website / Home / Rules & Guidance / Guidance / Conflicts Of Interest – URL: <https://Www.Finra.Org/Sites/Default/Files/Industry/P359971.Pdf> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.24. FINRA Rules – FINRA: Official Website / Home / Rules & Guidance / FINRA Manual / Updates – URL: <https://Www.Finra.Org/Rules-Guidance/Rulebooks/Finra-Rules> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.25. NASD Rules – FINRA: Official Website / Rules & Guidance – URL: <https://Www.Finra.Org/Rules-Guidance/Rulebooks/Nasdr-Rules> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.5.26. Objectives And Principles Of Securities Regulation – IOSCO: Official Website / Publications – URL: <https://Www.Iosco.Org/Library/Pubdocs/Pdf/IOSCOPD561.Pdf> (Дата обращения: 15.06.2026).

1.6. Историко-правовые материалы

1.6.1. Русско-германский добавочный договор к мирному договору между Россией, с одной стороны, и Германией, Австро-Венгрией, Болгарией и Турцией — с другой. – Электронная библиотека исторических документов / Главная / Советско-Германские отношения – Советско-германские отношения от переговоров в Брест-Литовске до подписания Рапалльского договора / Документы – 27 августа 1918 г. – URL: <https://docs.historyrussia.org/ru/nodes/111779-russko-germanskiy-dobavochnyy->

dogovor-k-mirnomu-dogovoru-mezhdu-rossiye-s-odnoy-storony-i-germaniey-avstro-vengriey-bolgariey-i-turtsiey-locale-nil-s-drugoy-27-avgusta-1918-g (дата обращения: 15.06.2026).

1.7. Проекты нормативных правовых актов

1.7.1. Законопроект №579984-8 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части создания системы возмещения стоимости имущества на индивидуальных инвестиционных счетах». Государственная Дума Федерального Собрания РФ. 20 марта 2024 г. URL: https://sozd.duma.gov.ru/bill/579984-8#bh_histras (дата обращения: 15.06.2026).

1.7.2. Законопроект №76910-7 «О страховании инвестиций физических лиц на индивидуальных инвестиционных счетах». Государственная Дума Федерального Собрания РФ. 13 января 2017 г. URL: <https://sozd.duma.gov.ru/bill/76910-7> (дата обращения: 15.06.2026).

1.7.3. Проект Указания Банка России «О ценных бумагах и производных финансовых инструментах, предназначенных для квалифицированных инвесторов» (по состоянию на 19.09.2025) (подготовлен Банком России) // Справочно-правовая система «КонсультантПлюс» – URL: <https://online.consultant.ru/riv/cgi/online> (дата обращения: 19.09.2025).

2. Монографическая и учебная литература

2.1. Агарков, М.М. Учение о ценных бумагах / М. М. Агарков. – М. : Фин. изд-во НКФ СССР, 1927. – 167 с.

2.2. Алехин, Б.И. Рынок ценных бумаг: учебник и практикум для академического бакалавриата / Б. И. Алехин. — 2-е изд., испр. И доп. — Москва: Издательство Юрайт, 2019. — 497 с.

2.3. Англо-русский и русско-английский толковый словарь терминов по инвестиционной деятельности // Инвестиционная деятельность: Сборник методических материалов. Москва, 1995. С. 224.

2.4. Антипова, О.М. Правовое регулирование инвестиционной деятельности (анализ теоретических и практических проблем). М.: Волтерс Клувер, 2007. – 248 с.

2.5. Асаул, А.Н. Основы бизнеса на рынке ценных бумаг: Учебник. СПб.: Институт проблем экономического возрождения, 2008. – 204 с.

2.6. Белов, В.А. Бездокументарные ценные бумаги: науч-практ. Очерк/ В.А.Белов. – М.: ЮрИнфоР, 2012 – 212 с.

- 2.7. Белов, В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве: Учебное пособие по специальному курсу / В. А. Белов. Изд.-е 2-е, перераб. И доп. В 2-х т. – М. : «Центр ЮрИнфоР», 2007. – Т. II. – 671 с.
- 2.8. Белых, В. С. Биржевое право / В. С. Белых, С. И. Виниченко. – М.: Норма, 2001. – 192 с.
- 2.9. Буренин, А.Н. / Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. – М.: НТО им. Акад. С.И. Вавилова, 2002.
- 2.10. Вилкова, Т.Б. Брокерская деятельность на рынке ценных бумаг: Учебное пособие. М.: Финакадемия. М., 2008. 92 с.
- 2.11. Витрянский, В.В. Реформа российского гражданского законодательства: промежуточные итоги / В.В. Витрянский. – М.: Статут, 2017. – 431 с.
- 2.12. Габов, А.В. Ценные бумаги: Вопросы теории и правового регулирования рынка. М., 2011.
- 2.13. Галанов, В., Басов, А. Рынок ценных бумаг: М.: Финансы и статистика. – 2006.
- 2.14. Гришаев, С. П. Ценные бумаги: виды и практика применения / С. П. Гришаев. – М. : Редакция «Российской газеты», 2016. – Вып. 2. – 176 с.
- 2.15. Грэм, Б. Разумный инвестор. Полное руководство по стоимостному инвестированию // М.: Альпина паблишер, 2015.
- 2.16. Гузнов, А.Г., Рождественская, Т.Э. Организации финансового рынка и финансово-правовые механизмы урегулирования их несостоятельности / А.Г. Гузнов, Т.Э. Рождественская. – М.: Норма: ИНФРА-М, 2016. – 304 с.
- 2.17. Гуляев, А.М. Русское гражданское право: обзор действующего законодательства, кассационной практики Прав. Сената и Проекта гражданского уложения. СПб.: Тип. М.М. Стасюлевича, 1913. 638 с.
- 2.18. Ефремова, М.Д., Петрищев, В.С., Румянцев, С.А. [и др.] Защита прав потребителей финансовых услуг / отв. Ред. Ю. Б. Фогельсон. М.: Норма, ИНФРА-М, 2010.
- 2.19. Жуков, Е.Ф. Рынок ценных бумаг / Е. Ф. Жуков. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009. – 567 с.
- 2.20. Игошин, Н.В. Инвестиции. Организация управления и финансирование: Учебник для вузов. Москва: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.
- 2.21. Инвестиции: Системный анализ и управление / Под ред. Проф. К.В. Балдина. 2-е изд. Москва: Дашков и Ко, 2007.
- 2.22. Комягин, Д.Л. Финансовое право / Д.Л. Комягин, Е.В. Рябова. – Москва: КноРус, 2023. – 492 с.

- 2.23. Криничанский, К.В. Рынок ценных бумаг: учебное пособие / К.В. Криничанский. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Дело и Сервис, 2010. – 608 с.
- 2.24. Лифшиц, И.М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Европейском Союзе / И.М. Лифшиц. – Москва: Статут, 2012. – 256 с.
- 2.25. Львова, С.В. Квалифицированный инвестор: опыт, реальность и перспективы: моногр. / С. В. Львова. – М.: Юстицинформ, 2020.
- 2.26. Льюис, М. Flash Boys: Высоочастотная революция на Уолл-стрит – Flash Boys A Wall Street Revolt. — М.: Альпина Паблишер, 2015. – 348 с.
- 2.27. Майфат, А.В. Инвестирование: способы, риски, субъекты/ А.В.Майфат. – М.: Статут, 2020. – 176 с.
- 2.28. Макконнелл, К.Р., Брю, С.Л., Флинн, Ш.М. Экономикс: принципы, проблемы и политика. М.: ИНФРА-М, 2018. 1027 с.
- 2.29. Матыцин, Д.Е. Дистанционное инвестирование в интернет-пространстве: законодательство, риски, защита прав участников сделок: монография / Д.Е. Матыцин. – Волгоград: Изд-во ВолГУ, 2022. – 323 с.
- 2.30. Матыцин, Д.Е. Инвестирование в информационном пространстве: превенция конфликтов и технологии защиты прав и законных интересов участников сделок: монография / Д.Е. Матыцин. – Волгоград: Изд-во ВолГУ, 2020. – 322 с.
- 2.31. Матыцин, Д.Е. Сделки на рынке ценных бумаг: монография / Д.Е. Матыцин. – Волгоград: Изд-во ВолГУ, 2019. – 186 с.
- 2.32. Миркин, Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 1995. – 544 с.
- 2.33. Молотников, А.Е. Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учебное пособие. – М.: Стартап, 2013.
- 2.34. Мошенский, С.З. Рынок ценных бумаг Российской империи / С. З. Мошенский. – М.: Экономика, 2014. – 560 с.
- 2.35. Мухаметшин, Т.Ф. Современная инфраструктура российского рынка ценных бумаг: научно-практический комментарий законодательства / Т.Ф. Мухаметшин. – М.: Юстицинформ, 2014. – 330 с.
- 2.36. Мурзин, Д.В. Ценные бумаги – бестелесные вещи: Правовые проблемы современной теории ценных бумаг / Д.В. Мурзин. – М.: Статут, 1998. - 171 с.
- 2.37. Паттерсон, С. Кванты. Как волшебники заработали миллиарды и чуть не обрушили фондовый рынок пер. с англ. Марии Гескиной. - М.: Манн, Иванов и Фербер, 2014. – 380 с.

2.38. Пенцов, Д.А. Понятие «security» и правовое регулирование фондового рынка США / Д. А. Пенцов. – СПб.: Издательство «Юридический центр Пресс», 2003. – 302 с.

2.39. Петражицкий, Л.И. Акционерная компания: акционерные злоупотребления и роль акционерных компаний в народном хозяйстве: по поводу предстоящей реформы акционерного права: экономическое исследование. СПб.: Тип. М-ва финансов (В. Киршбаума), 1898. 220 с.

2.40. Почежерцева, З.А., Холкина, М.Г., Шевченко, Г.Н. Комментарий к Федеральному закону от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (постатейный) [Электронный ресурс] / З.А. Почежерцева З.А., М.Г. Холкина, Г.Н. Шевченко // СПС «КонсультантПлюс» – URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=CMB&n=17619#OhiIfbSozb6KixlG1> (дата обращения: 15.06.2026).

2.41. Риски финансовой безопасности: правовой формат: монография / отв. ред. И.И. Кучеров, Н.А. Поветкина. – М.: ИЗИСП: НОРМА: ИНФРА-М, 2018. 304 с.

2.42. Рынок ценных бумаг: учебник для вузов / Н.И. Берзон [и др.]; под общей редакцией Н.И. Берзона. – 5-е изд., перераб. и доп. – Москва: Издательство Юрайт, 2022. – 514 с.

2.43. Санникова, Л.В. Цифровые активы: правовой анализ: монография/ Л.В. Санникова, Ю.С. Харитонова. – М.: Принт, 2020. – 304 с.

2.44. Селивановский, А.С. Правовое регулирование рынка производных финансовых инструментов: учебник. М., 2022.

2.45. Суслов, В. К. Круглый стол «Альтернативные способы разрешения споров на рынке финансовых услуг» [запись трансляции] // 13 апреля 2022 – URL: <https://www.youtube.com/watch?v=tJ068FmQaoM&list=PLjQptdamlMqVUEfpIPVbn1emdmLdCUJzG&index=5&t=1s> (дата обращения: 15.06.2026).

2.46. Талев, Н. Одураченные случайностью. Скрытая роль шанса на рынках и в жизни // SmartBook, 2021.

2.47. Тихомирова Л.В., Тихомиров М.Ю. Юридическая энциклопедия. 5-е изд., доп. и перераб. / Под ред. М.Ю. Тихомирова. М., 1997.

2.48. Ткаченко И. Ю., Малых Н. И. Инвестиции: учеб. Пособие для студ. Высш. учеб. заведений // Москва: Издательский центр - академия, 2009.

2.49. Фархутдинов, И.З. Инвестиционное право: учебник и практикум для вузов / И. З. Фархутдинов, В. А. Трапезников. — 3-е изд., перераб. и доп. — Москва: Издательство Юрайт, 2023.

2.50. Фархутдинов, И.З. Международное инвестиционное право: Теория и практика применения / И.З. Фархутдинов; Институт государства и права РАН. – Москва: Волтерс Клувер, 2005. – 404 с.

2.51. Холкина, М.Г. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг: научно-практическое пособие // СПС Консультант Плюс. 2014.

2.52. Шваб, Ч. Инвестиционная революция: Как мы сделали биржу доступной каждому / Ч. Шваб. — Москва: Альпина Паблишер, 2020. — 220 с.

3. Диссертационные исследования

3.1. Богустов, А.А. Ценные бумаги как объекты прав в гражданском праве стран – участников СНГ: сравнительно-правовой анализ: автореф. дис.... канд. юрид. наук [Текст] / Богустов Андрей Алексеевич. – М., 2012. – 27 с.

3.2. Васильева, О.В. Правовое регулирование деятельности коммерческого банка как профессионального участника рынка ценных бумаг в Российской Федерации: дис. ... д-ра юрид. наук [Текст] / Васильева Оксана Викторовна. – М., 2005. – 165 с.

3.3. Васильев, М.Б. Брокерский договор на рынке ценных бумаг Российской Федерации: автореф. дис.... канд. юрид. наук [Текст] / Васильев Мирослав Борисович – М., 2006. – 20 с.

3.4. Васильев М.Б. О правовой природе договора брокерских услуг на рынке ценных бумаг // Журнал российского права. 2005. №10 (106). С. 36-44.

3.5. Габов, А.В. Проблемы гражданско-правового регулирования отношений на рынке ценных бумаг: дис. ... д-ра юрид. наук [Текст] / Габов Андрей Владимирович. – М., 2010. – 465 с.

3.6. Зайцев, О.В. Становление и развитие современной доктрины гражданского права в России: дис. ... д-ра юрид. наук [Текст] / Зайцев Олег Владимирович. – М., 2017. – 447 с.

3.7. Кузнецов, М.В., Договорные формы осуществления профессиональной деятельности участника рынка ценных бумаг: дис. ... канд. юрид. наук [Текст] / Кузнецов Марк Викторович. – М., 2012 – 200 с.

3.8. Лисица, В.Н. Гражданско-правовой режим регулирования инвестиционных отношений, осложненных иностранным элементом: дис. ... д-ра юрид. наук [Текст] / Лисица Валерий Николаевич. – Новосибирск, 2013. – 417 с.

3.9. Матыцин, Д.Е. Дистанционные инвестиционные сделки: регулирование взаимных интересов и защита прав участников: дис. ... д-ра юрид. наук [Текст] / Матыцин Денис Евгеньевич. – Волгоград, 2023 – 386 с.

3.10. Мухаметшин, Т.Ф. Гражданско-правовое регулирование брокерской деятельности банков в Российской Федерации: дис. ... канд. юрид. наук [Текст] / Мухаметшин Тимур Фаритович. – М., 2007. – 194 с.

3.11. Румянцев, С.А. Формирование общих положений гражданско-правовой концепции защиты прав потребителей банковских услуг, диссертация на соискание научной степени кандидата юридических наук: дис. ... канд. юрид. наук [Текст] / Румянцев Станислав Андреевич – М., 2014 – 262 с.

3.12. Серебрякова, Т.А. Регулирование инвестиционной деятельности: финансово-правовой аспект: дис. ... канд. юрид. наук [Текст] / Серебрякова Татьяна Александровна. – Саратов, 2002. – 210 с.

3.13. Холкина, М.Г. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг: дис. ... канд. юрид. наук [Текст] / Холкина Марина Геннадьевна. Байкальский государственный университет экономики и права. – Владивосток, 2009. – 216 с.

3.14. Чечин, В.В. Инвестиционные предпочтения частных инвесторов как основа принятия решения на рынке ценных бумаг дис. ... канд. экон. наук [Текст] / Чечин Владимир Владимирович. – Новосибирск, 2017. – 150 с.

4. Научные статьи

4.1. Абилова, Ю.Р., Бальбуров, Э.Ж. Специфика маржинальных сделок на фондовом рынке Российской Федерации // Уральский журнал правовых исследований. – 2019. – № 6. – С. 679–688.

4.2. Аветисян, М.И. Структура и семантические свойства английских существительных с суффиксом -er // Филологические науки. Вопросы теории и практики. – 2019. – № 6. – С. 119 – 124.

4.3. Агафонов, М.Н. Финансовая грамотность в аспекте защиты прав потребителей финансовых услуг Центральным банком Российской Федерации // Вестник СГЮА. – 2024. № 1 (156). С. 219–226.

4.4. Алдатова, З.Б. Банкротство брокерских компаний в России: причины и последствия // European science. – 2017. – №6 (28).

4.5. Бевзенко, Р.С. Акцессорность свопа, информационная диспропорция и односторонний отказ от обязательства в проекте информационного письма Президиума ВАС о некоторых вопросах производных финансовых инструментов / закон.ру – 18.09.2013 URL: https://zakon.ru/blog/2013/09/18/akcessornost_svopa_informacionnaya_disproporcija_i_odnostoronnij_otkaz_ot_obyazatelstva_v_proekte_in (дата обращения: 15.06.2026).

4.6. Безсмертная, Е.Р. Инвестиции населения в инструменты финансового рынка: текущее состояние и перспективы развития // Экономика. Налоги. Право. – 2016. – № 6. – С. 17-25.

4.7. Белова, М.Т. Практические вопросы совершенствования политики Банка России в области защиты прав потребителей финансовых услуг // Инновационное развитие экономики. – 2022. – № 3-4. – С. 197 – 204.

4.8. Бикташев, А.А. Защита интересов розничного инвестора в США, Китае и России: на примере брокерской деятельности // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Юридические науки. – 2022. – Т. 26. - №1. – С. 129 – 148.

4.9. Болдырева, Н. Б., Решетникова, Л. Г. Обновление российской модели квалификации инвесторов в условиях модернизации экономики страны // Экономическое, социальное и духовное обновление как основа новой индустриализации России: сб. науч. тр. IV ур. науч. чт. проф. и докторантов общ. наук / отв. Я. П. Силин, В. П. Иваницкий. – Екатеринбург: Изд. УрГЭУ, 2017. – С. 149–156.

4.10. Бувальцева, В., Чечин, В. Развитие института инвестора в России как основного участника рынка ценных бумаг // Вопросы экономики. – 2015. – № 3. С. 61-75.

4.11. Бырда, Н.А., Захарова, Т.И. Финансовый сектор России в условиях санкций // Инновации и инвестиции. – 2023, № 11. – С. 456–462.

4.12. Вавилин Е.В., Волос А.А., Волос Е.П. Слабая сторона в гражданском правоотрошении: сравнительно-правовое исследование. М., 2019. - 275 с.

4.13. Вершинина, А.А. К вопросу об иррациональном поведении инвесторов / А. А. Вершинина, О. А. Жданова, Н. Я. Бамбаева, К. В. Миляев // Транспортное дело России. – 2016. - № 2. – С. 45-46.

4.14. Ветров, И.В. Особенности правового регулирования брокерской деятельности на рынке ценных бумаг РФ // Вестник российских университетов. Математика. – 2006. – № 3. – С. 417-419.

4.15. Вилкова, Т.Б. Основные требования к осуществлению брокерской деятельности на российском рынке ценных бумаг // Финансы: теория и практика. – 2002. – №1. – С.104-113.

4.16. Вильданова, М.М. Об инвестиционной деятельности физических лиц на российском рынке ценных бумаг // Право и практика. – 2019. – №3. – С. 157-164.

4.17. Витоль, Э. Ю. К вопросу о кредитных нотах как разновидности структурного продукта / Э. Ю. Витоль, М. Л. Башкатов // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. – 2017. – № 10. – С. 70-94.

4.18. Гладкова, С.Б., Анцибор, И.А., Дробов, Д.Е. Правовое регулирование инвестиционных вложений физических лиц на российском финансовом рынке // Закон и право. – 2021. – № 1.

4.19. Глазунова, И.В., Черникова, К.И. Квалифицированные инвесторы: правовой статус и проблемы налогообложения // Правоприменение. – 2021. – № 3. – С. 167 – 177.

4.20. Горловская, И.Г. Финансовая политика в отношении категоризации инвесторов – физических лиц в России и области защиты их интересов // Вестник ОмГУ. Серия: Экономика. – 2020. – № 4. – С. 19-35.

4.21. Горощенко, В.Б. Совершенствование защиты прав инвесторов как важный фактор улучшения инвестиционного климата в Российской Федерации // Управление экономическими системами. – 2013. – № 4 (52).

4.22. Грибанов В.П. Осуществление и защита гражданских прав. М. : Статут, 2000. 410 с.

4.23. Гудкова, М.В., Семахин, А.А. К вопросу о финансово-правовом регулировании ограничений финансовых рисков для начинающих частных инвесторов в Российской Федерации // Вестник СГЮА. – 2023. № 3 (152). С. 239–244.

4.24. Данилов, Ю.А. Мировой опыт создания компенсационных фондов // Экономическое развитие России. – 2019. – № 3. – С. 34-44.

4.25. Данилов, Ю.А. Экономическая модель компенсационного фонда в России // Финансовый журнал. – 2020. – № 1. – С. 87 - 104.

4.26. Данилов, Ю.А. Глава 13. Поворот домохозяйств к финансовому рынку — реакция на макроэкономическую стабилизацию // Экономическая политика России. Турбулентное десятилетие 2008–2018. – 2020. –№ 4. – С.357-368.

4.27. Дорофеев, В.А. Регулирование цифровых финансовых активов в России и за рубежом // Гуманитарные, социально-экономические и общественные науки. – 2023. № 6. С. 129–131.

4.28. Ем, В. С. Биржа как организатор торговли / В. С. Ем, Н. В. Козлова // Коммерческое право: актуальные проблемы и перспективы развития: Сборник статей к юбилею доктора юридических наук, профессора Бориса Ивановича Пугинского / сост. Абросимова Е. А., Филиппова С. Ю. – М. : Статут, 2011. – С. 61-86.

4.29. Емельянова, Э.С. Международный опыт и текущее российское законодательство в части надзора маржинального кредитования // Стратегические решения и риск-менеджмент. – 2019. – № 10 (4). – С. 342-351.

4.30. Жаворонкина, Е.В., Немечкин, В.Н. Проблемы правового регулирования инвестиционных отношений в России // Вестник науки. – 2018, № 8 (8). – С. 71–74.

4.31. Жилюк, Д.А., Скороход, А.Ю. Категоризация частных инвесторов: новые риски и возможности // Известия СПбГЭУ. – 2020. – № 4 (124).

4.32. Жук, Е. Квалифицированный инвестор в Евросоюзе, США и РФ: правовые модели // Рынок ценных бумаг. – 2008. – № 5 (356). – С. 16 – 20.

4.33. Зайцев, В.В. О мировоззренческом аспекте методологии гражданского права / В.В. Зайцев, В.А. Рыбаков // Методологические проблемы цивилистических исследований: Сб. научных статей. Ежегодник / отв. ред. А.В. Габов, В.Г. Голубцов, О.А. Кузнецова. Вып. 2. М. – Статут, 2017. – С.22–32.

4.34. Зайцев, В.В. Признание и обеспечение прав личности как основное направление развития современного гражданского права // Современное право. – 2024. – № 11. – С. 73 – 79.

4.35. Зайцев, О.В. Привлекательная юрисдикция – развитие бизнеса, развитие страны // Государственная служба. – 2019. – № 1. – С.86–88.

4.36. Звягинцева, Н.А., Парфенова, А.М., Ключевые проблемы привлечения сбережений физических лиц через механизм рынка ценных бумаг // Baikal Research Journal. – 2016. – № 5.

4.37. Земцов, А.А., Цибулькинова, В.Ю. О защите прав розничных инвесторов в сегменте российского рынка ценных бумаг // Вестник Томского государственного университета. Экономика. – 2016. – № 3 (35). – С. 107 – 123.

4.38. Исеев, Р.М. Участники рынка ценных бумаг: правовой статус // Банковское право. – 2006. – № 3. – С. 17-19.

4.39. Исмаилова, Севиндж Махмуд кызы, Правовое регулирование брокерской деятельности на рынке ценных бумаг / Российская наука: Актуальные исследования и разработки // сборник научных статей IX Всероссийской научно-практической конференции. Самарский государственный университет. 2020. С. 563 – 566.

4.40. Калистратов, М.А. Сегмент маргинальных сделок рынка ценных бумаг // Теория и практика общественного развития. – 2015. – № 8.

4.41. Калистратов, М.А. Классификация маргинальных сделок на рынке ценных бумаг // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2015. – № 2 (56).

4.42. Калистратов, М.А. Регулирование маргинального сегмента российского фондового рынка // Теория и практика общественного развития. – 2015. – № 9.

4.43. Канатов, Р.К. Система требований, предъявляемых к осуществлению брокерской деятельности на рынке ценных бумаг: гармонизация законодательства стран ЕАЭС // Евразийская адвокатура. – 2017. – № 2 (27).

4.44. Канатов, Р.К., Беликова, К.М. Понятие, правовая природа, виды и содержание договоров, на основе которых возможна деятельность брокеров в странах ЕАЭС // Юридические исследования. – 2019. – № 8.

4.45. Канатов, Р.К. Права и обязанности брокера и клиента по договору об оказании брокерских услуг на рынке ценных бумаг (брокерскому договору) в странах Евразийского экономического союза: доктрины, правовое регулирование, законодательство и практика применения // Международное право. – 2020. – № 2.

4.46. Карпов, К.А. Финансово-правовое регулирование системы страхования финансовых рисков розничных инвесторов в Российской Федерации / К.А. Карпов // Финансовое право 2024. № 4. С. 31–34.

4.47. Карпов, К.А. Публично-правовой статус розничного инвестора в Российской Федерации / К.А. Карпов // Юридическая наука 2023. № 12. С. 54–57.

4.48. Кирилловых, А.А. Сделки с ценными бумагами в фондовой торговле: механизм и правовые конструкции // Законодательство и экономика. – 2014. – № 3. – С. 20-32.

4.49. Кирилловых, А.А. Профессиональная деятельность и организация торговли на рынке ценных бумаг: вопросы правового регулирования / А.А. Кирилловых // Законодательство и экономика. – 2014. – № 8.

4.50. Кодзоева, Х.А. Регулирование инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг в России // Право и управление. – 2024. № 3. С. 104–108.

4.51. Корнилова, Е.В. Статус квалифицированного инвестора: международный и российский опыт // Банковское дело. – 2023. – № 4. – С. 10–15.

4.52. Кригер, А. М. Особенности правового регулирования внебиржевых производных финансовых инструментов в ЕС / А. М. Кригер, Р. А. Касьянов // Финансовое право. – 2016. – № 9. – С. 28-32.

4.53. Кроливецкая, С.М. Роль квалифицированных инвесторов в инновационно-инвестиционном развитии социально-экономических систем // Научные труды Северо-Западного института управления. 2014. –Т. 5. – № 3 (15). – С. 113 – 117.

4.54. Кропотов, Л.Г. Понятие «Инвестиции» в международном праве // Вестник СПбГУ. Серия 14. Право. 2011. – № 4. – С. 84-97.

4.55. Львова, С.В. С квалификацией, но без опыта, или Квалифицированные инвесторы на скорую руку // Юридическая работа в кредитной организации. – 2017. – № 3. – С. 74 – 82.

4.56. Львова, С.В. Квалифицированный инвестор: международный опыт // Вестник РГГУ. Серия «Экономика. Управление. Право». – 2019. – № 4. – С. 133 – 142.

4.57. Львова, С.В. Инвестор – физическое лицо: истоки понятия / Наука и технологии: стратегия развития: Сборник научных статей / Под общей редакцией В.А. Козловой, И.В. Кожан. Том I. – Ростов-на-Дону : ООО «Интерплэй», 2019. – С. 88-93.

4.58. Любченко, М.И. Механизм тестирования розничных инвесторов: плюсы и минусы // Вопросы устойчивого развития общества. – 2021. № 11. С. 190–194.

4.59. Майфат, А.В. Инвестор: понятие, статус, деятельность // Современное право. – 2005. – № 10. – С. 6-10.

4.60. Макиев С.А. Гражданско-правовая защита слабой стороны договора // Право и государство: теория и практика. 2024, № 12(240) С. 437-438.

4.61. Миркин, Я.М., Хестанов, С.А., Андрющенко, А.О., Волкова, А.О. Массовое поведение розничных инвесторов // Проблемы современной экономики (Новосибирск). – 2013. №16. С. 100–106.

4.62. Молодыко, К.Ю., Галиахметова, Л.И. Некоторые направления развития законодательства о фондовом рынке. Закон. – 2022. – № 2. – С.171-181.

4.63. Молодыко, К.Ю. Идеология квалификации (аккредитации) инвесторов на фондовом рынке // Закон – 2024. – № 4. – С. 120–135.

4.64. Молодыко, К.Ю., Травин, Г.Д. Рубежи признания розничного инвестора потребителем // Закон. – 2022. – № 12. – С. 84-94.

4.65. Морозова, Н.Е., Аль-Згуль, С.Х., Совершенствование механизма защиты частных инвесторов на финансовом рынке РФ // Международный научно-исследовательский журнал. – 2017. – № 4-3 (58). – С.100-104.

4.66. Мухаметшин, Т. Ф. Актуальные проблемы защиты прав инвесторов на рынке ценных бумаг (на примере брокерской деятельности банков) // Хозяйство и право. – М., 2008. – № 12. – С. 3–21.

4.67. Налбандян, В.А. Вопросы совершенствования правового регулирования инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг // Право и управление. – 2024. № 5. С. 147–150.

4.68. Натура, Б.Ю., Бацун, Я.В. Вопросы правового регулирования и функционирования маргинальных сделок в Российской Федерации / Уголовная политика в сфере обеспечения безопасности здоровья населения, общественной нравственности и иных социально-значимых интересов. – 2016. – С. 172 – 175.

4.69. Никоненко, В.А. Особенности регулирования торгового посредничества на рынке ценных бумаг // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2020. – № 5-3.

4.70. Островская, Н.Б. Правовой статус розничного инвестора в условиях усиления роли финансового рынка в финансировании трансформации экономики Российской Федерации // Финансовое право. – 2025. – № 2. – С. 24 – 26.

4.71. Резина, Н. А., Иванова, Л. В. К вопросу распространения действия Закона Российской Федерации «о защите прав потребителей» на правоотношения по договорам страхования // Сибирское юридическое обозрение. – 2012. – № 2 (19). – С.60-63.

4.72. Пилинцов, А.В., Дейнега, К.Е. Тестирование как способ защиты прав неквалифицированных инвесторов на примере опционов // Ученые записки Казанского университета. Серия гуманитарные науки. – 2024. № 6. С. 109–120.

4.73. Пластинин, Р.В. Регулирование маржинальных сделок в России // Известия СПбГЭУ. – 2014. – № 2 (86). – С.117–119.

4.74. Пономарева, Е.Н. Принципы государственного регулирования коллективных инвестиций в России и за рубежом: сравнительный анализ // Законодательство и экономика. – 2008. – № 1. – С. 43 – 53.

4.75. Попондопуло, В.Ф. Правовое регулирование деятельности на организованных торгах: новеллы законодательства // Конкурентное право. – 2012. – № 2. – С. 16-22.

4.76. Прозоров, Х.Х. Российский рынок ценных бумаг: тенденции развития, финансовая грамотность и защита частных инвесторов // Современная конкуренция. – 2016. – № 6 (60).

4.77. Разумовская, Е.А. Правовые основы брокерской деятельности в РФ: основные проблемы и возможные пути их решения / Разумовская Е.А., Крылатков Н.Д. // В сборнике: Наука и образование: сохраняя прошлое, создаём будущее – сборник статей XXI Международной научно-практической конференции. – 2019. – С. 150-152.

4.78. Ручкина, Г.Ф. Противоправные практики на рынке ценных бумаг: к вопросу совершенствования правового регулирования // Банковское право. – 2022. – № 1. – С. 22-29.

4.79. Рыбакова, С.В. Проблемы незащищенности потребителей банковских услуг // Банковское право. – 2009. – № 5 – С. 24–27.

4.80. Саликов, Д.А. Особенности положения физических и юридических лиц на рынке бездокументарных ценных бумаг России // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2019. – № 11-3. – С. 21-24.

4.81. Саликов, Д.А. Проблемы защиты прав лиц на рынке ценных бумаг // Международный научно-исследовательский журнал. – 2019. – № 12-2 (90).

4.82. Селивановский, А.С. Розничный инвестор на рынке ценных бумаг: договор с брокером // Закон. – 2021. – № 9. – С. 67-93.

4.83. Селивановский, А.С. Розничный инвестор мало чем отличается от потребителей банковских продуктов, но защищен гораздо хуже них / А.С. Селивановский, В. Румак // Закон. 2021. № 10. С. 8–19.

4.84. Семеко, Г.В. Финансовая грамотность в России: проблемы и пути их решения // Экономические и социальные проблемы России. – 2019. – № 1. – С. 70–98.

4.85. Семилютина, Н. Г. Биржевые сделки в современном гражданском праве / Н.Г. Семилютина // Журнал российского права. – 2011. - № 6. – С. 5-16.

4.86. Семилютина, Н.Г. Инвестиции и рынок финансовых услуг: проблемы законодательного регулирования // Журнал российского права. – 2003. – № 2. – С. 30-42.

4.87. Соломенцев, А.С. Новые подходы к квалификации инвесторов на рынке ценных бумаг // Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. Серия: Экономика и право. – 2020. – № 7. – С. 85 – 89.

4.88. Спиридонова, О.И., Тропская, С.С. Система гарантирования на рынке ценных бумаг. Особенность нереализованного проекта // Финансовое право. – 2023. – № 7– С. 26-29.

4.89. Тогузова, М.Б. Некоторые вопросы правового регулирования маржинальных сделок // Проблемы экономики и юридической практики. – 2010. – № 1.

4.90. Тогузова, М.Б. Особенности заключения брокерского договора // Общество и право. – 2011. – № 1 (33).

4.91. Толстухин, М.Е. Фьючерс и опцион как объекты фондового рынка // Объекты гражданского оборота: сборник статей. Сер. Анализ современного права / Отв. ред. М.А. Рожкова. М.: Статут, 2007. С. 231–250.

4.92. Травин, Г.Д. Правовые проблемы системы защиты неквалифицированных инвесторов – физических лиц на рынке ценных бумаг Российской Федерации // Государственная служба. – 2021. – № 3. – С. 46–53.

4.93. Турбанов, А.В. Обеспечение законности при функционировании компенсационных механизмов на финансовых рынках // Журнал российского права. – 2012. – № 1 (181) – 33 с.

4.94. Туровский, Н.С. Перспективы развития механизма разблокирования финансовых активов в условиях международных санкций // Право и управление. – 2024. № 4. С. 458–462.

4.95. Фролкина, Е.Н. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг: теоретические аспекты правового регулирования // Экономика. Налоги. Право. 2011. – № 3. – С. 125-132.

4.96. Хабаров, С.А. Понятие «квалифицированный инвестор»: некоторые тенденции развития // Юрист. – 2016. – № 5. – С. 9 – 13.

4.97. Хабаров, С.А. Принцип легалитета и вопросы квалификации ценных бумаг // Журнал предпринимательского права. – 2016. – № 4. – С. 48 – 51.

4.98. Хабаров, С.А. Эволюция понятия «квалифицированный инвестор» // В сборнике: Проблемы современного российского законодательства материалы IV Всероссийской научно-практической конференции. Ответственный редактор С.И. Суслова; Иркутский институт (филиал) ВГУЮ (РПА Минюста России). – 2015.

4.99. Хухорев, С.В. Розничные клиенты как слабая сторона договора с профессиональными участниками рынка ценных бумаг / закон.ру – 14.10.2017 URL: https://zakon.ru/blog/2017/10/14/roznichnye_klienty_kak_slabaya_storona_dogovora_s_professionalnymi_uchastnikami_rynka_cennyh_bumag (дата обращения: 15.06.2026).

4.100. Хухорев, С.В. О применении положений ГК к договору о брокерском обслуживании / закон.ру – 05.07.2016 URL: https://zakon.ru/blog/2016/7/5/o_primenenii_polozhenij_gk_k_dogovoru_o_brokerskom_obslyuzhivanii?AspxAutoDetectCookieSupport=1 (дата обращения: 15.06.2026).

4.101. Чернышкин, Д. Г. Маржинальные сделки на рынке ценных бумаг: функции и специфика их выполнения // Управление экономическими системами. – 2011. – № 29.

4.102. Чикулаев, Р.В. Вопросы правосубъектного состава отношений оборота ценных бумаг // Вестник Пермского университета. Юридические науки. – 2012. – № 3. – С. 189 – 197.

4.103. Шалевая, А.В. Особенности правового статуса квалифицированного инвестора // Вестник СПбГУ. Серия 14. Право. 2012. – № 1. – С.54-58.

4.104. Шевченко, О.М. Функции профессиональных участников рынка ценных бумаг в сделках с ценными бумагами, предназначенными для квалифицированных инвесторов // Законы России: опыт, анализ, практика. – 2015. – № 1. – С. 24 – 31.

4.105. Эрделевский, А.М. О некоторых вопросах защиты прав потребителей // Справочно-правовая система «КонсультантПлюс». – URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=CJI;n=72624> (дата обращения: 15.06.2026).

4.106. Яковлев В.Ф. Гражданско-правовой метод регулирования общественных отношений. М. : Статут, 2006. 240 с.

4.107. Яковлев, Д.И., Островская, Н.Б. Защита прав и законных интересов неквалифицированных инвесторов Банком России в условиях волатильности фондового рынка: тенденции и перспективы // Финансовое право. – 2023. № 5. – С. 11 – 13.

4.108. Ясус, М. Надлежащий субъект законодательства о ценных бумагах: квалифицированные и/или неквалифицированные инвесторы? // Хозяйство и право. 2012. – № 11. – С. 48 – 55.

4.109. Яцковский, М.М. Розничный инвестор на российском рынке ценных бумаг // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. – 2015. – №8-1. – С. 262-264.

5. Библиография на английском языке

5.1. Bernstein, S., Korteweg, A., Laws, K. Attracting Early-Stage Investors: Evidence From a Randomized Field Experiment, *Journal of Finance* 72 (2017), 509–538 – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2432044 (дата обращения: 15.06.2026).

5.2. Black Barbara, *Securities Regulation in the Electronic Age: Online Trading, Discount Broker’s Responsibilities and Old Wine in New Bottles*, 28 SEC. REG. L.J. 15 – 35 (2000).

5.3. Black, Barbara, *Are Retail Investors Better Off Today?* (January 15, 2008). *Brooklyn Journal of Corporate, Financial, & Commercial Law*, Vol. 2, p. 303, 2008, U of Cincinnati Public Law Research Paper No. 07-34. p. 303-338 – URL: <https://ssrn.com/abstract=1085744> (дата обращения: 15.06.2026).

5.4. Bottazzi, L., Da Rin, M., Hellmann, T. F. Who Are the Active Investors?: Evidence From Venture Capital, *Journal of Financial Economics* 89 (2008), 488 – 512 – URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/159452/1/wp0611.pdf> (дата обращения: 15.06.2026).

5.5. Brummer, Chris *Stock Exchanges and the New Markets for Securities Laws*, *University of Chicago Law Review*: Vol. 75: Iss. 4, Article 3. (2008)

5.6. Bushee, Brian J., Leuz, Christian, *Economic Consequences of Sec Disclosure Regulation: Evidence from the OTC Bulletin Board* (April, 2004). AFA 2004 San Diego Meetings – URL:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=307821 (дата обращения: 15.06.2026).

5.7. Choi, Stephen Regulating Investors Not Issuers: A Market- Based Proposal, *California Law Review* 88, no. 2 (2000), p. 279–334.

5.8. Coffee J.C. Jr., Sale H.A. Securities Regulation: Cases and Materials. 13th ed. New York : Foundation Press, 2015; Hazen T.L. The Law of Securities Regulation. 7th ed. St. Paul : West Academic Publishing, 2016.

5.9. Cox, James, D. Regulatory Duopoly in U.S. Securities Markets, *99 Columbia Law Review* 1200-1252 (1999) – URL: https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/270/ (дата обращения: 15.06.2026).

5.10. Fanto, James A. We're All Capitalists Now: The Importance, Nature, Provision and Regulation of Investor Education, *49 Case W. Rsrv. L. Rev.* 105 – 180 (1998) – URL: <https://scholarlycommons.law.case.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2249&context=caselrev> (дата обращения: 15.06.2026).

5.11. Fenn, G. W., N. Liang, and S. Prowse, 1997, The Private Equity Market: An Overveiw, *Financial Markets, Institutions & Instruments* 6, 1–106 – URL: https://www.researchgate.net/publication/229539137_The_Private_Equity_Market (дата обращения: 15.06.2026).

5.12. Fletcher, C. Edward Sophisticated Investors Under the Federal Securities Laws, 1988 *Duke Law Journal* 1081-1154 (1988) – URL: <https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3056&context=dlj> (дата обращения: 15.06.2026).

5.13. Ford, Cristie L. New Governance, Compliance and Principles-based Securities Regulation, *45 Am. Bus. L.J.* 1 (2008) – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=970130 (дата обращения: 15.06.2026).

5.14. Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, *70 VA. L. REV.* 669 – 715 (1984) – https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2176&context=journal_articles (дата обращения: 15.06.2026).

5.15. Friedman, Howard M. On Being Rich, Accredited, and Undiversified: The Lacunae in Contemporary Securities Regulation, *47 OKLA. L. REV.* 291 (1994).

5.16. Gill J.O.C. The Perfect Union: Updating the Accredited Investor Definition to Include Financial Sophistication // *Iowa Law Review*. 2022. Vol. 107. P. 2311–2352.

5.17. Glater, Jonathan D. Private Offerings and Public Ends: Reconsidering the Regime for Classification of Investors under the Securities Act of 1933, *Connecticut Law Review* 48, no. 2 (2015): 355–395 – URL: https://digitalcommons.lib.uconn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1306&context=law_review (дата обращения: 15.06.2026).

5.18. Hannes, Sharon Comparisons Among Firms: (When) Do They Justify Mandatory Disclosure?. *Journal of Corporation Law*, Vol. 29, p. 699, 2004 – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=926894 (дата обращения: 15.06.2026).

5.19. Haq S. Revisiting the Accredited Investor Standard // *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*. 2016. Vol. 5. P. 59–88.

5.20. Hazen T.L. *The Law of Securities Regulation*. 7th ed. St. Paul : West Academic Publishing, 2016.

5.21. Huddart, Steven J. and Brunnermeier, Markus Konrad and Hughes, John S. Disclosure Requirements and Stock Exchange Listing Choice in an International Context. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 26, Nos. 1-3, 1998 – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146737 (дата обращения: 15.06.2026).

5.22. Jackson, Howell Edmunds Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications (August 18, 2005). Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 521, *Yale Journal on Regulation*, Vol. 24, No. 2, 2007 – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=839250 (дата обращения: 15.06.2026).

5.23. Karmel, Roberta Regulation by Exemption: The Changing Definition of an Accredited Investor, *Rutgers Law Journal* 39 (2008), p. 681–701.

5.24. Khademian, Anne, The Securities and Exchange Commission: A Small Regulatory Agency with a Gargantuan Challenge, 63 *Pub. Admin. Rev.* 515 (2002).

5.25. Knight, Thaya Brook Your Money’s No Good Here: How Restrictions on Private Securities Offerings Harm Investors, *Cato Institute Policy Analysis* No. 833 (February 9, 2018) – URL: <https://www.cato.org/policy-analysis/moneys-no-good-here-how-restrictions-private-securities-offerings-harm-investors#notes> (дата обращения: 15.06.2026).

5.26. Langevoort D.C. The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets // *Virginia Law Review*. 2009. Vol. 95. P. 1025–1083.

5.27. Langevoort, Donald C. The SEC As a Lawmaker: Choices About Investor Protection in the Face of Uncertainty, 84 *Wash. U. L. Rev.* 1591 – 1626, (2006) – URL: https://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1220&context=law_lawreview (дата обращения: 15.06.2026).

5.28. Langevoort, Donald C. The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets (September 2, 2008). *Georgetown Law and Economics Research Paper Series*. P. 50 – URL: https://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1082&context=fwps_papers (дата обращения: 15.06.2026).

5.29. Lee, Larissa The Ban Has Lifted: Now Is the Time to Change the Accredited-Investor Standard, *Utah Law Review* (2014), p. 369–388.

5.30. Lee, So-Yeon Why the ‘Accredited Investor’ Standard Fails the Average Investor, *Boston University Review of Banking and Financial Law* 21 (2012): 987–1013.

5.31. Lei Feng, Seasholes, Mark S. Do Investor Sophistication and Trading Experience Eliminate Behavioral Biases in Financial Markets?, *Review of Finance*, Volume 9, Issue 3, 2005, Pages 305–351 – URL: <https://academic.oup.com/rof/article-abstract/9/3/305/1592634> (дата обращения: 15.06.2026).

5.32. Lindsey, Laura Anne and Stein, Luke C.D. Angels, Entrepreneurship, and Employment Dynamics: Evidence from Investor Accreditation Rules (January 1, 2019). Sixth Annual Conference on Financial Market Regulation – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2939994 (дата обращения: 15.06.2026).

5.33. Lusardi A., Mitchell, O. The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence // *Journal of Economic Literature*. 2014. Iss. 52 (1). P. 5–44. URL: <https://www.aeaweb.org/articles/pdf/doi/10.1257/jel.52.1.5> (дата обращения: 15.06.2026).

5.34. Markham, Jerry W. Protecting the Institutional Investor - Jungle Predator or Shorn Lamb? (1995). *Yale Journal on Regulation*, Vol. 12, No. 2, 1995, Florida International University Legal Studies Research Paper No. 10-50, p. 346 – 386 – URL: https://openyls.law.yale.edu/bitstream/handle/20.500.13051/7923/15_12YaleJonReg345_1995_.pdf?sequence=2&isAllowed=y (дата обращения: 15.06.2026).

5.35. Merenda, David, Protection of Retail Investors (December 6, 2018). Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper No. 2018/III/1. p. 1-9 – URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3298559> (дата обращения: 15.06.2026).

5.36. Moore, Heidi Big Money: Debunking the Myth of the Sophisticated Investor, *The Washington Post*, May 2, 2010 – URL: <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2010/05/01/AR2010050100205.html> (дата обращения: 15.06.2026).

5.37. O'Hare, Jennifer Retail Investor Remedies under Rule 10b-5 (2007). Working Paper Series. 89 – URL: <https://digitalcommons.law.villanova.edu/wps/art89> (дата обращения: 15.06.2026).

5.38. Oguss G. Should Size or Wealth Equal Sophistication in Federal Securities Laws? // *Northwestern University Law Review*. 2015. Vol. 107. P. 285–329.

5.39. Oguss, Greg Should Size or Wealth Equal Sophistication in Federal Securities Laws?, *Northwestern University Law Review* 107, no. 1 (2012), p. 285–320.

5.40. Rodrigues U. Securities Law's Dirty Little Secret // *Fordham Law Review*. 2013. Vol. 81. P. 3389–3439.

5.41. Schwarcz, Steven L. Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown (2008). *Minnesota Law Review*. 529. p. 373 – 406 –

5.42. Shelby, Cary Martin, Is Systemic Risk Prevention the New Paradigm? A Proposal to Expand Investor Protection Principles to the Hedge Fund Industry (March 1, 2011). *St. John's Law Review*, Vol. 86, pg. 87 – 141 (2012) – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1901666 (дата обращения: 15.06.2026).

5.43. Shelby, Cary Martin. Private Investment Companies in the Wake of the Financial Crisis: Rethinking the Effectiveness of the Sophisticated Investor Exemption, 37 *D.J.C.L.* 49 (2012). P. 49 – 113 – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2028768 (дата обращения: 15.06.2026).

5.44. Sjostrom W.K. Jr. Relaxing the Ban: It's Time to Allow General Solicitation and Advertising in Exempt Offerings // *Florida State University Law Review*. 2007. Vol. 32. P. 1–41.

5.45. Smith, Felicia Madoff Ponzi Scheme Exposes «The Myth of the Sophisticated Investor», *University of Baltimore Law Review* 40 (2010), p. 215.

5.46. Stabile, Susan J. Pension Plan Investments in Employer Securities: More is Not Always Better, 15 *YALE J. ON REG.* 61 – 116 (1998)

5.47. Stuart Banner, What Causes New Securities Regulation? 300 Years of Evidence, 75 *WASH. U. L.Q.* 849 – 855 (1997) – URL: https://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1571&context=law_lawreview (дата обращения: 15.06.2026).

5.48. Susan J. Stabile, Paternalism Isn't Always a Dirty Word: Can the Law Better Protect Defined Contribution Plan Participants?, 5 *EMP. RTS. & EMP. POL'Y J.* 491 (2001).

5.49. Syed, Haq Revisiting the Accredited Investor Standard, *Michigan Business and Entrepreneurial Law Review* 5, no. 1 (2016), p. 59–79.

5.50. Taub, Jennifer Enablers of Exuberance: Legal Acts and Omissions that Facilitated the Global Financial Crisis (September 4, 2009) – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1472190 (дата обращения: 15.06.2026).

5.51. Taub, Jennifer The Sophisticated Investor and the Global Financial Crisis (April 1, 2011). *Corporate Governance Failures: The Role Of Institutional Investors In The Global Financial Crisis*, James P. Hawley, Shyam J. Kamath, and Andrew T. Williams, eds., University of Pennsylvania Press, 2011 – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1784299 (дата обращения: 15.06.2026).

5.52. Vollmer, Andrew N. Abandon the Concept of Accredited Investors in Private Securities Offerings (October 1, 2020). 49 *Securities Regulation Law Journal* 5 (2021), Mercatus Working Paper Series – URL:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3719280 (дата обращения: 15.06.2026).

5.53. Vollmer, Andrew N. Evidence on the Use of Disclosure Documents in Private Securities Offerings to Accredited Investors (October 1, 2020). Mercatus Working Paper Series, 51 Sec. Reg. L.J. 91 (2023).

5.54. Waller, Spencer Weber, Brady, Jillian G., Acosta, R.J., Fair, Jennifer, Morse, Jacob Consumer Protection in the United States: An Overview (January 12, 2011). European Journal of Consumer Law, May 2011. URL: <https://ssrn.com/abstract=1000226> (дата обращения: 15.06.2026).

6. Интернет ресурсы

6.1. Банк России определил порядок приостановки продаж и возврата потребителям денег при мисселинге – 13 марта 2025 г. – Банк России: официальный сайт/ Главная/ Новости – URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=14168> (дата обращения: 15.06.2026).

6.2. Банк России принял решение временно сократить объем публикации отчетности кредитных организаций – Москва. 6 марта, 2022 г. – Банк России: Официальный сайт / Главная/ Новости – URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=12737> (дата обращения: 15.06.2026).

6.3. Банк России расширил пул облигаций, доступных для неквалифицированных инвесторов – 20 февраля, 2022 г. – Банк России: официальный сайт / Главная / Новости – URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=23389> (дата обращения: 15.06.2026).

6.4. Банк России: официальный сайт/ Базы данных// Ключевая ставка Банка России – URL: https://www.cbr.ru/hd_base/KeyRate/ (дата обращения: 15.06.2026).

6.5. Баранов, Г. Русские доходные сказки. Сколько заработали граждане на народных IPO. – Текст: электронный// Коммерсантъ. 2016 – 11 ноября. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3143933> (дата обращения: 15.06.2026).

6.6. Брокеру следует разъяснять инвестору ключевые условия брокерского обслуживания – 4 сентября 2023 г. – Банк России: официальный сайт Главная/ Новости – URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=17038> (дата обращения: 15.06.2026).

6.7. Брокеры попросили ЦБ не делать прогнозы обязательными в рамках IPO – 25 февраля 2025 – НАУФОР: официальный сайт / Главная / Новости/ НАУФОР в СМИ – URL: <https://naufor.ru/tree.asp?n=29858> (дата обращения: 15.06.2026).

6.8. Глубоко эшелонированное ралли. Обзор / Интерфакс – 19 февраля 2021 – URL: <https://www.interfax.ru/business/751810> (дата обращения: 15.06.2026).

6.9. Госдума вернется к идее страхования средств граждан на ИИС осенью – Текст: электронный // РБК – 28 сентября 2023 г. URL: <https://quote.ru/news/article/651545309a794765199c8f85> (дата обращения: 15.06.2026).

6.10. Дюльнева, Марина Путин поручил Правительству и ЦБ подготовить меры стимулирования розничных инвесторов // Forbes. 2021 – 3 декабря. URL: <https://www.forbes.ru/finansy/448389-putin-porucil-pravitel-stvu-i-cb-podgotovit-mery-stimulirovania-roznicnyh-investorov> (дата обращения: 15.06.2026).

6.11. Защита прав потребителей финансовых услуг – Банк России: официальный сайт / Главная / Деятельность — URL: https://www.cbr.ru/protection_rights/ (дата обращения: 15.06.2026).

6.12. Иван Чебесков: Предлагаем подумать о введении тестов для признания инвесторов квалифицированными. 25 октября 2021 года – URL: https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=37665-ivan_chebeskov_predlagaem_podumat_o_vvedenii_testov_dlya_priznaniya_investorov_kvalifitsirovannymi (дата обращения: 15.06.2026).

6.13. Иванов, В., Свинова, Е., Цегоев В. В погоне за доходностью: с чем связан растущий интерес россиян к покупке ценных бумаг – Текст: электронный // RT на русском.– 2 марта 2021 – URL: <https://russian.rt.com/business/article/838308-rossiya-vklady-cennye-bumagi> (дата обращения: 15.06.2026).

6.14. Индекс финансовой грамотности россиян вырос: Минфин представил исследование знаний, навыков и установок в финансовой сфере – Аналитический центр НАФИ: официальный сайт –URL: <https://nafi.ru/analytics/indeks-finansovoy-gramotnosti-rossiyan-vyros-minfin-predstavil-issledovanie-znaniy-navykov-i-ustanov/> (дата обращения: 15.06.2026).

6.15. Информация Банка России от 06.09.2022 «Банк России ограничивает продажу неквалифицированным инвесторам ценных бумаг недружественных стран» // Справочно-правовая система «КонсультантПлюс» – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_426267/ (дата обращения: 15.06.2026).

6.16. История федерального фонда – Федеральный фонд по защите прав вкладчиков и акционеров: официальный сайт / Главная / О фонде. URL: <https://fedfond.ru/about/istoriya-fonda/> (дата обращения: 15.06.2026).

6.17. Как торговать в шорт – ТБанк: Официальный сайт / Главная / Инвестиции / Обзор / Брокерский счет / Помощь / Подключить маржинальную торговлю – URL: <https://www.tinkoff.ru/invest/account/help/margin/short/> (дата обращения: 15.06.2026).

6.18. Каланов, Г. В СССР существовали фондовые биржи. Они не были похожи ни на какие другие. – Текст: электронный// РБК. 2019 – 6 октября. URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/5ae098a62ae5961b67a1c299> (дата обращения: 15.06.2026).

6.19. Квалифицированному инвестору – Главная / Рынки / Фондовый рынок / Квал. инвесторам – URL: <https://www.moex.com/s150> (дата обращения: 15.06.2026).

6.20. Критерии для признания инвесторов квалифицированными: предложения Банка России – Москва, 13 марта 2025 г. – Банк России: Официальный сайт / Главная/ Новости – URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=23457> (дата обращения: 15.06.2026).

6.21. Концепция Совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке посредством введения регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного профиля [Электронный ресурс]: URL:<http://www.cbr.ru/finmarkets/files/170209.pdf> (дата обращения: 15.06.2026).

6.22. Мазина, Марина В ЦБ признали зависимость рынка от поведения розничных инвесторов // РБК. 2022 – 31 мая. URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/6296116d9a79473f4a0f1d27> (дата обращения: 15.06.2026).

6.23. Набиулина назвала защиту прав инвесторов приоритетом в политике ЦБ // ТАСС. 2022. 10 июня. URL: https://tass.ru/ekonomika/14881047?utm_source=google.com&utm_medium=organic&utm_campaign=google.com&utm_referrer=google.com (дата обращения: 15.06.2026).

6.24. НАУФОР опубликовала данные о квалифицированных инвесторах на российском фондовом рынке, 17 октября 2023 – НАУФОР: официальный сайт / Главная / Новости – URL: <https://naufor.ru/tree.asp?n=26900#:~:text=Количество%20квалифицированных%20клиентов%20розничных%20инвесторов,доля%20квалифицированных%20инвесторов%20составляет%2060%25> (дата обращения: 15.06.2026).

6.25. Национальная финансовая ассоциация решила отказаться от статуса СРО – ТАСС, 15 марта 2023 – НАУФОР: официальный сайт / Главная / Новости/ НАУФОР в СМИ. URL: <https://naufor.ru/tree.asp?n=25617> (дата обращения: 15.06.2026).

6.26. Новый экспериментальный режим для сделок с криптовалютами – 12 марта, 2025 г. – Банк России: официальный сайт / Главная / Новости – URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=23448> (дата обращения: 15.06.2026).

6.27. Обзор ключевых показателей брокеров. III квартал 2025 года – Банк России: официальный сайт / Главная / Аналитика / Рынок ценных бумаг – URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/59459/review_broker_Q3_2025.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

6.28. Перспективы family office в России: как управлять семейным бизнесом – RB.RU / Главная / Опыт – URL: <https://rb.ru/opinion/family-office-russia/> (дата обращения: 15.06.2026).

6.29. Регламент о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами – БКС. Мир инвестиций: Официальный сайт / Главная / Документы / Регламент о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами URL: <https://broker.ru/regulations/qualified> (дата обращения: 15.06.2026).

6.30. Регламент оказания услуг на финансовом рынке АО «ТБанк» (Физические лица) – Москва, 2025 – Т-Банк: официальный сайт / О-Банке / Документы / Раскрытие информации в соответствии с указанием Банка России от 02.08.23 №6496-У «О раскрытии информации профессиональными участниками рынка ценных бумаг» / Брокерская деятельность. URL: <https://www.tbank.ru/about/documents/disclosure/> (дата обращения: 15.06.2026).

6.31. Регламент принятия АО «Тинькофф Банк» решения о признании лиц квалифицированными инвесторами - Москва, 2022 – Тинькофф: официальный сайт / Главная / О Тинькофф / Документы / Раскрытие информации в соответствии с указанием Банка России от 28.12.15 №3921-У «О составе, объеме, порядке и сроках раскрытия информации профессиональными участниками рынка ценных бумаг» / Брокерская деятельность. URL: <https://acdn.tinkoff.ru/static/documents/1bd23f74-9c1a-432d-be74-34efe4e1455d.pdf> (дата обращения: 15.06.2026).

6.32. Реестр финансовых организаций, обязанных организовать взаимодействие с уполномоченным по правам потребителей финансовых услуг – Банк России: Официальный сайт / Главная / Реестры / Реестр финансовых организаций по 123-ФЗ – URL: <https://www.cbr.ru/registries/123-fz/> (дата обращения: 15.06.2026).

6.33. Страны ЕАЭС одобрили взаимный допуск брокеров к фондовым рынкам – Текст: электронный // РБК – 31 января 2025 г. URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/679ca6f09a79470359f7aaa9> (дата обращения: 15.06.2026).

6.34. Стратегия 2020: Новая модель роста – новая социальная политика – НИУ «ВШЭ»: официальный сайт – URL: https://www.hse.ru/data/2013/10/30/1283340742/Стратегия-2020_Книга%201.pdf (дата обращения: 15.06.2026).

6.35. Тарифы в рамках Регламента оказания услуг на финансовом рынке (Физические лица) – Москва, 2025 – Т-Банк: официальный сайт / О-Банке/ Документы / Раскрытие информации в соответствии с указанием Банка России от 02.08.23 №6496-У «О раскрытии информации профессиональными участниками рынка ценных бумаг» / Брокерская деятельность. URL: <https://www.tbank.ru/about/documents/disclosure/> (дата обращения: 15.06.2026).

6.36. Только 12% эмитентов на российском рынке акций полностью раскрывают информацию инвесторам – 7 июля 2023 г. – БКС Экспресс / Главная / Новости URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/tol-ko-12-emitentov-na-rossiiskom-rynke-aktsii-polnost-iu-raskryvaiut-informatsiiu-investoram> (дата обращения: 15.06.2026).

6.37. Цыбенко, В. Что не так с концепцией Банка России по защите инвесторов – 29 июля 2022 г. – Финам / Главная / Новости – <https://www.finam.ru/publications/item/chto-ne-tak-s-koncepcieiy-banka-rossii-ro-zashite-investorov-20220729-120000/> (дата обращения: 15.06.2026).

6.38. Частные инвесторы в сентябре обновили рекорд активности на Московской бирже – 04.10.2023 – Московская биржа: Официальный сайт / Главная / Пресс-центр / Новости и пресс-релизы – URL: <https://www.moex.com/n64440> (дата обращения: 15.06.2026).

6.39. Число физлиц с брокерским счетами на МосБирже в сентябре выросло на 690 тыс. – 4 октября 2023 г. – Интерфакс / Главная / Экономика – URL: <https://www.interfax.ru/business/924150> (дата обращения: 15.06.2026).

6.40. Что такое «налог на профессиональный доход» – Федеральная налоговая служба: официальный сайт / Главная / Как стать плательщиком налога для самозанятых? URL: <https://npd.nalog.ru> (дата обращения: 15.06.2026).

6.41. 17 CFR Parts 230 and 240 [Release № 33-10824; 34-89669; File № S7-25-19] RIN 3235-AM19 Accredited Investor Definition. P.5. URL: <https://www.sec.gov/rules/final/2020/33-10824.pdf> (дата обращения: 15.06.2026).

6.42. A Wall Street Journal Roundup GameStop and AMC's Stocks Are on a Tear, but Their Businesses Aren't / The Wall Street Journal. – Jan. 31, 2021. URL: <https://www.wsj.com/articles/gamestop-amc-blackberry-face-challenges-despite-stock-frenzy-11612128997> (дата обращения: 15.06.2026).

6.43. Frequently Asked Questions About Exempt Offerings – U.S. Securities And Exchange Commission: Official Website / Home / Education / Small Business Capital Raising – URL: https://www.sec.gov/education/smallbusiness/exemptofferings/faq?Auhash=Rh5wfji9h3wrzp6x2anomgyldhphnuo-3Vw0YNYzR_M#faq4 (Дата обращения: 15.06.2026);

6.44. Global Financial Literacy Excellence Center: Official Website – S&P Global Finlit Survey – Url: <https://gflec.org/initiatives/sp-global-finlit-survey/> (Дата обращения: 15.06.2026).

6.45. How to Get Sponsorship for the Series 7 – Knopman Marks Blog / Home / FINRA News / Knopman News / Series 7 – URL: <https://knopman.com/blog/2019/08/28/how-to-get-sponsorship-series-7-other-exams/> (дата обращения: 15.06.2026).

6.46. Huebscher, Robert Morningstar Versus The Wall Street Journal: Who Won? – October 29, 2017 – Home / Insights & education / Articles – URL: <https://www.advisorperspectives.com/articles/2017/10/29/morningstar-versus-the-wall-street-journal-who-won> (дата обращения: 15.06.2026).

6.47. Information for Newly-Registered Investment Advisers – U.S. Securities and Exchange Commission: Official website / Home / Information for Newly-Registered Investment Advisers / Information for Newly-Registered Investment Advisers. (November 10, 2010) – URL: <https://www.sec.gov/divisions/investment/advoverview.html> (дата обращения: 15.06.2026).

6.48. Morningstar Research Services LLC Form ADV Part 2A: Firm Brochure – Morningstar. Official website / Home / Disclosures / United States Disclosures / Morningstar Research Services LLC – URL: <https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/blt13f7ffb5497a8f86/MRS-2-Form-ADV.pdf> (дата обращения: 15.06.2026).

6.49. Nasaa. “Exam Faqs” – Home / Exams / Exam Faqs – Url: <https://www.nasaa.org/exams/exam-faqs/> (Дата обращения: 15.06.2026).

6.50. Nasaa. Official Website. “Series 65 Exam Contents Outline” – Home / Exams / Exam Contents Outline / Series 65 Exam Content Outline – Url: <https://www.nasaa.org/exams/exam-content-outlines/series-65-exam-content-outline/> (Дата обращения: 15.06.2026).

6.51. Rule 144: Selling Restricted And Control Securities – U.S. Securities And Exchange Comission: Official Website / Home/ About / Reports And Publications / Investor Publications – URL: <https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubsrule144htm.html> (дата обращения: 15.06.2026).

6.52. Series 7 – General Securities Representative Exam – FINRA: Official website / Home / Registration, Exams & CE / Qualification Exams / Series 7 – URL: <https://www.finra.org/registration-exams-ce/qualification-exams/series7> (дата обращения: 15.06.2026).

6.53. Series 82 – Private Securities Offerings Representative Exam – FINRA: Official website / Home / Registration, Exams & CE / Qualification Exams / All – URL: <https://www.finra.org/registration-exams-ce/qualification-exams/series82> (дата обращения: 15.06.2026).

6.54. Staff Bulletin: Standards of Conduct for Broker-Dealers and Investment Advisers Conflicts of Interest – U.S. Securities and Exchange Commission: Official website / Home / About / Divisions and Offices / Division of Trading and Markets / Broker-Dealers / Staff Bulletin: Standards of Conduct for Broker-Dealers and Investment Advisers Conflicts of Interest. (August 8, 2022) – URL https://www.sec.gov/about/divisions-offices/division-trading-markets/broker-dealers/staff-bulletin-standards-conduct-broker-dealers-investment-advisers-conflicts-interest#_ftnref6 (дата обращения: 15.06.2026).

6.55. Types of retirement plans – Internal Revenue Service: Official website / Home / Retirement plans – URL: <https://www.irs.gov/retirement-plans/plan-sponsor/types-of-retirement-plans> (дата обращения: 15.06.2026).

6.56. Who Regulates Whom? An Overview of the U.S. Financial Regulatory Framework / Federation of American Scientists // Congressional Research Service Reports (March 10, 2020). URL: <https://sgp.fas.org/crs/misc/R44918.pdf> (дата обращения: 15.06.2026).