

НОВЫЕ ПОДХОДЫ К КВАЛИФИКАЦИИ ИНВЕСТОРОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Соломенцев Александр Сергеевич

Аспирант, ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г. В. Плеханова»
(г. Москва)

alexander-solomentsev@rambler.ru

NEW APPROACHES TO QUALIFYING INVESTORS IN THE SECURITIES MARKET

A. Solomentsev

Summary. Protecting investors is an important aspect of securities market regulation. In conditions of low financial literacy of the population, one of the effective measures is to limit access to investments for different groups of investors. Dividing the participants of the securities market into qualified and unqualified investors allows restricting access to high-risk instruments to people who do not have special knowledge and experience. The lack of a unified policy of step-by-step access to financial instruments is one of the key problems leading to negative experiences by new investors and inhibiting investment activity in Russia. The formation of a new approach to investor qualifications will not only contribute to increasing confidence in the stock market but will also lead to the development of financial markets and the state economy.

Keywords: investor qualifications, investor protection, securities market, individual investment map, risk level.

Аннотация. Защита инвесторов является важным аспектом регулирования на рынке ценных бумаг. В условиях низкой финансовой грамотности населения одной из действенных мер является ограничение доступа к инструментам для разных групп инвесторов. Разделение участников рынка ценных бумаг на квалифицированных и неквалифицированных инвесторов позволяет ограничивать доступ в высокорисковом инструментах лиц, не обладающих специальными знаниями и опытом. Отсутствие единой политики ступенчатого доступа к финансовым инструментам является одной из ключевых проблем, приводящих к получению негативного опыта новыми инвесторами и тормозящих инвестиционную активность в России. Формирование нового подхода к квалификации инвесторов будет способствовать не только росту доверия к фондовому рынку, но и приведет к развитию финансовых рынков и экономики государства.

Ключевые слова: квалификация инвесторов, защита инвесторов, рынок ценных бумаг, индивидуальная карта инвестиций, уровень риска.

Защита инвесторов на рынке ценных бумаг является одной из важнейших задач государственного регулирования по всему миру. К установленным законодательством мерам, ограничивающим действия инвестиционных посредников, относятся следующие. Во-первых, признание ничтожными условий договора, нарушающих права инвесторов. Во-вторых, запрет рекламировать и (или) предлагать ценные бумаги эмитентов, которые должным образом не раскрывают информацию. В-третьих, формирование институтов защиты инвесторов таких как саморегулируемые организации и судебная система. В-четвертых, обязанность инвестиционных посредников выполнять свои функции добросовестно и вести раздельный учет полученных от инвестора активов. В-пятых, категоризация инвесторов на рынке ценных бумаг в зависимости от знаний, опыта и размеров имущества.

Наиболее простой, действенной и одной из важнейших мер защиты инвесторов является их квалификация. На российском рынке по инициативе Центрального банка планируется изменение подхода к квалификации инвесторов. Наличие неопределенности в отношении правил отнесения к той или иной группе, общем количестве групп, а также инструментам, которые доступны

к приобретению, как и сохранение текущих условий для инвестирования является одним из факторов потенциальной нестабильности финансовой системы в целом. Сделки с инструментами фондового рынка неквалифицированными инвесторами или в интересах неквалифицированных инвесторов, то есть лицами не обладающими специальными знаниями и соответствующим опытом работы на финансовом рынке, способна привести к значительным убыткам, для покрытия которых может оказаться недостаточно имеющихся сбережений. Введение классификации позволяет разделить участников финансового рынка на группы, для которых могут быть введены определенные правила и ограничения при осуществлении инвестиционной деятельности с различными инструментами. В связи с этим довольно актуальной проблемой представляется разработка методологии к квалификации инвесторов на рынке ценных бумаг.

На текущий момент на российском фондовом рынке присутствуют два типа инвесторов: квалифицированные и неквалифицированные [10]. Как указывает Шалевой А. В., квалифицированные инвесторы представляют собой отдельную категорию физических или юридических лиц, обладающими необходимыми знаниями о функционировании рынка ценных бумаг

и работы на таком рынке, которые позволяют им оценить риски и действовать осознанно при инвестировании в более рискованные инструменты [13]. Как указывают ученые (Горловская И. Г., Иванова Л. Д., Торопыно Н. В. [11]), квалифицированные инвесторы могут являться таковыми в силу закона, Михайлова М. В. именует их «квалифицированные инвесторы по умолчанию» [12], либо могут быть признаны на основании заявления по основаниям, указанным в Федеральном законе от 22.04.1996 «О рынке ценных бумаг». Порядок признания квалифицированными инвесторами устанавливается Указанием Банка России от 29.04.2015 N3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами».

В силу закона квалифицированными инвесторами признаются: профессиональные участники рынка ценных бумаг, клиринговые организации, кредитные организации, акционерные инвестиционные фонды, управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, страховые организации, негосударственные пенсионные фонды, Банк России, Внешэкономбанк, Агентство по страхованию вкладов, АО «Роснано», а также иные лица, отнесенные к квалифицированным инвесторам федеральными законами. Трудно не согласиться с Михайловой М. В., обобщающей представленных участников рынка в качестве институциональных инвесторов [12].

Критериями для признания для физических лиц являются наличие опыта осуществления операций на рынке ценных бумаг, заключения сделок с производными финансовыми инструментами, либо наличие имущества не ниже установленного уровня или экономического образования, в том числе квалификационных аттестатов специалиста финансового рынка, международных аналогов.

Для юридических лиц действуют критерии в отношении минимального размера собственного капитала, либо размера активов, объема и количества сделок с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами в течение года, выручки за последний завершенный отчетный год.

В мировой практике по признанию лиц квалифицированными инвесторами существует, два различных подхода: американский и континентально-европейский. В Соединенных Штатах Америки, как указывают Л. Лосс с соавторами [7], Р. Кармел [6], Р. Колвин [2] и В. Сехон [9], на основании Закона о торговле ценными бумагами (The Securities Exchange Act of 1934), в том числе Правила 144a (Rule 144a), Закона об инвестиционных компаниях

(The Investment Company Act of 1940) и Закона об инвестиционных консультантах (The Investment Advisers Act of 1940) выделяются четыре группы лиц, имеющих право осуществлять сделки с ограниченными в обороте инструментами: квалифицированные приобретатели (Qualified purchaser), квалифицированные клиенты (Qualified client), квалифицированные институциональные покупатели (Qualified institutional buyer), аккредитованные инвесторы (accredited investor). Американское законодательство представляет в отношении квалифицированных инвесторов различные требования к сумме приобретаемых ценных бумаг и их качеству (уровню риска и так далее).

В Европейском союзе определение квалифицированных инвесторов содержится в Директиве 2004/39/ЕС Европейского парламента и Совета Европейского союза от 21 апреля 2004 года [3]. Однако и регулирование осуществляется также на основании Директивы 2003/71/ЕС Европейского парламента и Совета Европейского союза от 04 ноября 2003 года [4]. Лица, осуществляющие операции с ценными бумагами, становятся квалифицированными инвесторами (профессиональными клиентами) по умолчанию или по признанию. В первом случае в Директивах, как указывает Н. Малуни, четко определен перечень таких лиц, во втором случае для признания требуется соответствие определенным критериям к опыту работы, размеру имущества, количеству операций за установленный период [8]. Стоит обратить особое внимание на характер регулирования рынка обеими директивами. Целью Директивы 2004/39/ЕС декларируется разграничение оборота финансовых инструментов для квалифицированных инвесторов, то есть тех, кто может совершать сделки по приобретению ценных бумаг. Директива 2003/71/ЕС, согласно Л. Энрике и Э. Авголи, напротив нацелена на увеличение прозрачности эмитентов, отделив их от тех, которые могут размещать на фондовом рынке ценные бумаги, ограниченные в обороте, а также раскрывать меньший объем информации [5,1].

Перенос и адаптация зарубежной практики в полном объеме на российский фондовый рынок представляется нецелесообразно ввиду низкого уровня финансовой грамотности населения и соответственно лиц, принимающих решения в компаниях. Более разумным подходом станет, если процесс инвестирования в ценные бумаги будет иметь ступенчатый характер, то есть операции на первом этапе должны совершаться с инструментами с наиболее низкими рисками потерь. При наличии положительного опыта и достаточного объема ресурсов в состав портфеля в дальнейшем могут быть включены более сложные инструменты с большим уровнем риска и потенциальной доходностью. Для всех инвесторов (кроме квалифицированных) необходимо ввести огра-

Таблица 1. Квалификационные требования для инвесторов различных категорий

Тип лица	Критерий	Категория инвестора		
		Неквалифицированный		Квалифицированный
		Особо зачищаемый	Простой	
Физическое лицо	Опыт работы в финансовых организациях	Отсутствует	Отсутствует	А) должность, требующая согласования с Банком России Б) не менее 2 лет по совершению сделок или управлению рисками
	Опыт инвестирования	Отсутствует	Не менее 1 года	Не менее 2 лет, в том числе 1 года (в среднем не реже 10 раз в квартал, оборотом не менее 6 млн. руб.)
	Объем активов	Отсутствует	Не менее суммы, рассчитанной по формуле (1)	Не менее 6 млн. руб. (на рынке ценных бумаг не менее суммы, рассчитанной по формуле (2))
	Специальные знания	Отсутствует	Подтверждены независимым тестированием	Признанные в России и за рубежом сертификаты
Юридическое лицо	Собственный капитал	Отсутствует	Не менее 3 млн. руб.	Не менее 200 млн. руб.
	Опыт инвестирования	Отсутствует	Не менее 1 года	Не менее 1 года (в среднем не реже 5 раз в квартал, оборотом не менее 50 млн. руб.)
	Объем бизнеса	Отсутствует	Оборот (выручка) не менее 30 млн. руб.	Оборот (выручка) не менее 2 млрд. руб.
	Объем активов	Отсутствует	Не менее 30 млн. руб.	Не менее 2 млрд. руб.
	Иные условия	Отсутствует	Сотрудник отвечает требованиям для физических лиц	Сотрудник отвечает требованиям для физических лиц (см. выше)

Источник: составлено автором

ничения на совершение операций с инструментами до достижения определенных уровней. Квалификация инвесторов должна производиться в отношении каждого вида финансового инструмента, в том числе категории, так как некоторые ценные бумаги могут являться сложными продуктами с определенной спецификой. Например, закрытые паевые инвестиционные фонды могут относиться к трем различным категориям: недвижимости, финансовых инструментов и комбинированной. Инвестиционный пай как ценная бумага позволяет инвестировать в неограниченный перечень активов, которые совершенно отличны друг от друга по своей сути. Это могут быть ценные бумаги, производные финансовые инструменты, доли в непубличных обществах, недвижимость технологии и даже права на актив в будущем (например, warrants или права).

Целесообразно оставить две категории инвесторов (квалифицированные и неквалифицированные), при этом критерии для применения ограничений на совершение сделок с определенными финансовыми инструментами должны иметь как стоимостную, так и качественные оценки (табл. 1). В качестве стоимостной оценки целесообразно использовать среднемесячный уровень расходов, скорректированный на среднегармоническую продолжительность поиска работы, либо

фиксированную денежную сумму. Для качественных оценок критериев целесообразно профессиональному сообществу совместно с научным разработать подход к определению понимания принимаемых рисков, в особенности потенциального размера убытков. Одним из возможных способов определения качества знаний может быть прохождение электронного тестирования и (или) выполнение заданий по единым правилам и методологиям на базе организаторов торговли (например, ПАО Московской биржи), саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг (например, НАУФОР) и ведущих экономических университетов страны. При этом для лиц, которые имеют квалификационные аттестаты или международные сертификаты, стоит освободить от процесса сдачи независимых экзаменов.

Использование полученных результатов может позволить сформировать индивидуальную карту инвестиций для каждого. Доступ к новому виду финансовых инструментов целесообразно предоставлять в зависимости от знаний, опыта и располагаемого объема денежных средств, которые будут направлены на инвестиции. Такая карта позволит влиять на структуру портфеля ценных бумаг, которые могут быть приобретены инвестором, либо доверительным управляющим, действующим в его интересах. Таким образом формируется три группы

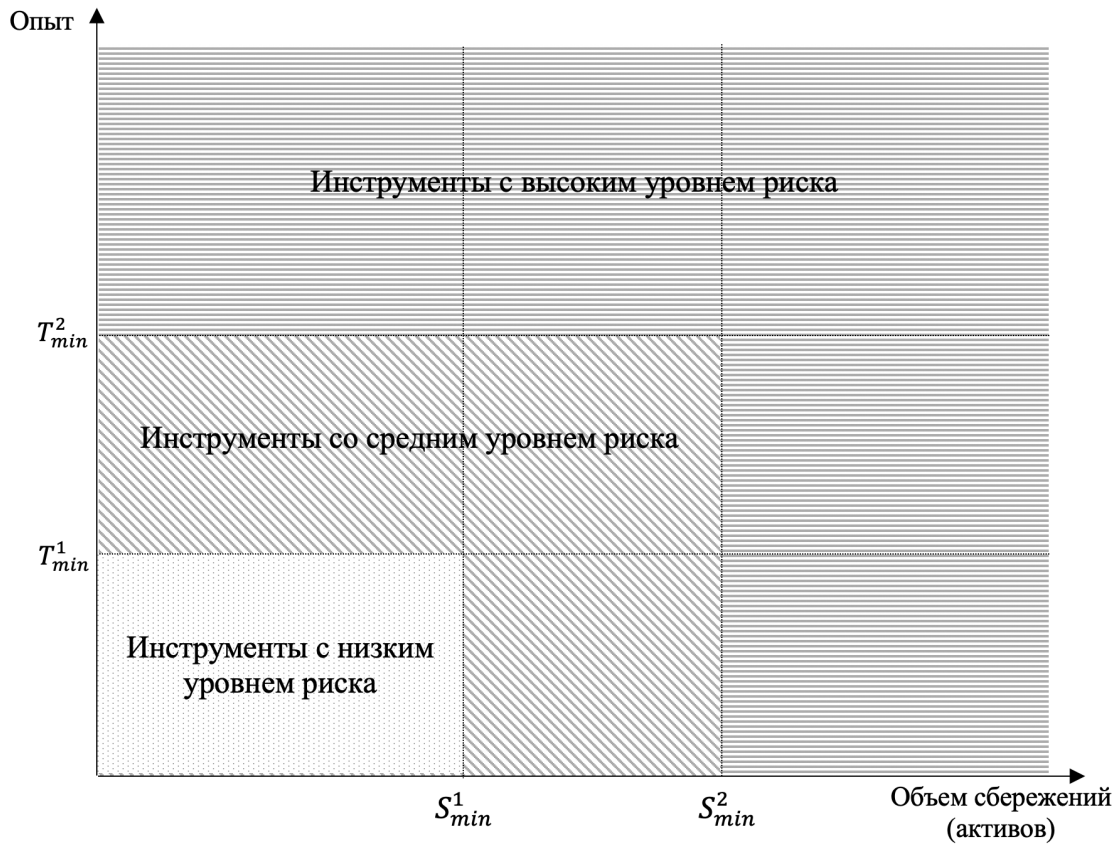


Рис. 1. Индивидуальная карта инвестиций
 Источник: составлено автором

$$S^1_{min} = \min(400\,000; C_{month} \times \frac{1}{ADU_{sex,age}} \times \frac{1}{ADU_{region}} \times \frac{3}{ADU_{educational\ attainment}}) \tag{1}$$

$$S^2_{min} = (1\,400\,000; S^1_{min} \times K_{personal\ savings\ rate}) \tag{2}$$

инструментов: с низким, средним и высоким уровнем риска. В группу с низкорисковых входят государственные ценные бумаги, облигации эмитентов, обладающих кредитным рейтингом не ниже А- по национальной шкале или входящих в топ-200 компаний по объему бизнеса, структурные облигации с полной защитой капитала, паи открытых ПИФов, инвестирующих в указанные облигации. Во вторую группу со средними рисками входят акции крупных компаний (входящие в индекс широкого рынка, облигации ипотечные и структурные с частичной защитой капитала, производные финансовые инструменты с целью хеджирования (только при доверительном управлении), открытые и интервальные ПИФы, инвестирующие в акции и облигации. К группе высокорисковых относятся все остальные инструменты (облигации субординированные и структурные без защиты капитала, акции малых компаний, фьючерсы, опционы,

варранты, права, ЗПИФ и ИПИФ для квалифицированных инвесторов и иные).

Максимальная доля инструментов, составляющих первую группу активов, ограничивается общим объемом инвестирования. Инструменты второй группы могут быть приобретены в объеме остатка, превышающего минимальную сумму, рассчитанную по формуле (1). Высокорисковые активы могут быть включены в портфель инвестора на капитал, превышающий значение, определенное по формуле (2), где

S^1_{min} — минимальная сумма, сверх которой могут быть приобретены инструменты, входящие в группу со средним уровнем риска,

S^2_{min} — минимальная сумма, сверх которой могут быть приобретены инструменты, входящие в группу с высоким уровнем риска,

\overline{C}_{month} — среднемесячный объем расходов (потребления),

$ADU_{sex,age}$ — средняя продолжительность поиска работы безработным в зависимости от пола и возраста,

ADU_{region} — средняя продолжительность поиска работы безработным в зависимости от региона,

$ADU_{educational\ attainment}$ — средняя продолжительность поиска работы безработным в зависимости от уровня образования;

$K_{personal\ savings\ rate}$ — норма личных сбережений (средний за 12 месяцев процент от располагаемого личного дохода).

Предложенный подход может быть наглядно проиллюстрирован на рисунке 1.

Полученная индивидуальная инвестиционная карта является дополнительным инструментом как в процессе формирования инвестиционного профиля, так и в процессе определения структуры инвестиционного портфеля в целом. Такая карта наглядно отражает возможность включения тех или иных активов в состав портфеля, а также позволяет в наипростейшем виде кон-

тролировать уровень риска, который принимает на себя инвестор. Практическое применение данного подхода значительно шире, нежели использование в рамках механизма продажи паев ПИФ инвесторам.

Использование подхода возможно во всех сферах, где требуется первоначально определить цели, ожидаемую доходность и временной горизонт вложений потребителя инвестиционных услуг, в том числе возможные риски, связанные с вложением в ценные бумаги и производные финансовые инструменты, которые он способен нести на этом временном горизонте. Это могут быть финансовые посредники, такие как банки или брокеры, дилеры, управляющие компании, страховые компании и иные лица, предлагающие осуществлять инвестиции в разные активы. Данный подход может стать одним из элементов единой политики ступенчатого доступа к финансовым инструментам. В результате инвесторы получают положительный опыт работы с ценными бумагами, что будет способствовать не только росту доверия к фондовому рынку, но и приведет к развитию финансовых рынков и экономики государства.

ЛИТЕРАТУРА

1. Вавулин Д. А. Квалифицированные инвесторы — новые субъекты российского фондового рынка // Финансы и кредит. 2008. № 24 (312).
2. Шалева Анастасия Валерьевна Особенности правового статуса квалифицированного инвестора // Вестник СПбГУ. Серия 14. Право. 2012. № 1
3. Горловская Ирина Георгиевна, Иванова Людмила Николаевна, Торпыно Наталья Викторовна Квалифицированные инвесторы: понятие и сущность // Вестник ОмГУ. Серия: Экономика. 2012. № 3.
4. Михайлова М. В. Квалифицированные инвесторы: пути совершенствования для компаний-нерезидентов // Российское предпринимательство. 2010. № 6–1.
5. Loss, Louis, Troy Paredes, and Joel Seligman. *Fundamentals of Securities Regulation: Suppl.* 2009. Aspen Publishers Online, 2009.
6. Karmel, Roberta S. "Regulation by Exemption: The Changing Definition of an Accredited Investor." *Rutgers LJ* 39 (2007): 681.
7. Colvin, Robert Charles. "Methods and systems for securitization of certificates of deposit." U. S. Patent No. 7,206,761. 17 Apr. 2007.
8. Sekhon, Vijay. "Can the Rich Fend for Themselves: Inconsistent Treatment of Wealthy Investors under the Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010." *Hastings Bus. LJ* 7 (2011): 1.
9. Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC
10. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC
11. Moloney, Niamh. *EU securities and financial markets regulation*. OUP Oxford, 2014.
12. Enriques, Luca. "EC company law directives and regulations: How trivial are they." *U. Pa. J. Int'l Econ. L.* 27 (2006): 1.
13. Avgouleas, Emiliós, *The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform* (October 9, 2009). *European Company and Financial Law Review*, Vol. 6, No. 4, 2009. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1486302>