

УДК 347.73

DOI: 10.28995/2073-6304-2019-4-133-142

Квалифицированный инвестор: международный опыт

Светлана В. Львова

*Российский государственный гуманитарный университет,
Москва, Россия, lvovav@mail.ru*

Аннотация. Статья посвящена анализу зарубежного опыта применения института квалифицированного инвестора в США, Евросоюзе, Бразилии и Израиле. Дана сравнительная характеристика квалифицирующих признаков института квалифицированного инвестора, отмечены позитивные моменты зарубежного законодательства, которые могут быть имплантированы в Российское законодательство.

Ключевые слова: квалифицированный инвестор, институт квалифицированного инвестора, зарубежное законодательство, законодательство США, законодательство ЕС

Для цитирования: Львова С.В. Квалифицированный инвестор: международный опыт // Вестник РГГУ. Серия «Серия Экономика. Управление. Право». 2019. № 4. С. 133–142. DOI: 10.28995/2073-6304-2019-4-133-142

A qualified investor: the international experience

Svetlana V. Lvova

Russian State University for the Humanities, Moscow, Russia, lvovav@mail.ru

Abstract. The article analyzes the foreign experience in applying the institution of a qualified investor in the United States, the European Union, Brazil and Israel. A comparative characteristic of the qualifying features of the institution of a qualified investor is given, positive aspects of foreign legislation that can be applied in the Russian legislation are noted.

Keywords: a qualified investor, the institution of a qualified investor, foreign legislation, US legislation, EU legislation

For citation: Lvova, S.V. (2019) "A qualified investor: the international experience", *RSUH/RGGU Bulletin. "Economics. Management. Law" Series*, no. 4, pp. 133-142, DOI: 10.28995/2073-6304-2019-4-133-142

Введение

Обосновывая необходимость введения на рынке ценных бумаг нового субъекта – квалифицированного инвестора, Правительство РФ в свое время¹ ссылалось на международный опыт. Банк России спустя 10 лет после этого в качестве обоснования нового подхода к категорированию и определению перечня инструментов для инвестирования в своем докладе² также прибег к анализу международного опыта на примере таких стран как Бразилия, страны Европейского союза и Мексика.

Изложенное позволяет констатировать не только актуальность, но и потребность в исследовании опыта применения института квалифицированного инвестора в зарубежных странах с тем, чтобы дать анализ лучших результатов этого опыта и предложить его внедрение в российское законодательство.

Квалифицированный инвестор в Бразилии

В Бразилии под квалифицированным инвестором понимается такой инвестор, который за счет образования, опыта и капитала приобрел навык или способность оценивать риск финансовых вложений. Категории квалифицированных инвесторов определяются в Инструкции МВО № 554 – категории инвесторов³, принятой Комиссией по ценным бумагам⁴. Из положений законодательства Бразилии вытекает, что к отдельной категории инвесторов, так же как и по законодательству РФ, относят профессиональных инвесторов – закрытый перечень из восьми видов юридических лиц, к которым, в частности, относятся:

¹ Распоряжение Правительства РФ от 01.06.2006 № 793-р «Стратегия развития финансового рынка на 2006–2008 годы» // Собрание законодательства РФ. 09.06.2006. № 24. Ст. 2620.

² Совершенствование системы защиты инвесторов на финансовом рынке посредством введения регулирования категорий инвесторов и определения их инвестиционного профиля: Доклад Банка России [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/50723/report_30062016.pdf (дата обращения 23 ноября 2019).

³ Комиссия по ценным бумагам. Инструкция по CVM 554 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html> (дата обращения 23 ноября 2019).

⁴ Комиссия по ценным бумагам [Электронный ресурс]. URL: <http://www.cvm.gov.br/index.html> (дата обращения 23 ноября 2019).

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

II – страховые компании и инвестиционные фонды;

III – открытые и закрытые частные пенсионные фонды;

IV – физические или юридические лица, финансовые инвестиции которых составляют сумму более чем 10.000.000,00 (десять миллионов реалов) и дополнительно подтвердившие в письменной форме, что обладают достаточными знаниями о финансовых рынках и понимают последствия неприменения правовых и регулятивных защит, предоставляемых инвесторам, которые не являются квалифицированными;

V – инвестиционные фонды;

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

VII – агентов автономных инвестиций, портфельных менеджеров, аналитиков и консультантов, ценных бумаг, разрешенных МВА, в отношении своих собственных ресурсов;

VIII – инвесторов-нерезидентов.

В отличие от законодательства Бразилии, в действующем российском законодательстве физические лица не относятся к категории тех, кто признается квалифицированными инвесторами в силу Закона.

К квалифицированным инвесторам, по законодательству Бразилии, также как и в законодательстве России, относится закрытый перечень лиц:

I – профессиональные инвесторы (исчерпывающе перечисленные в Законе);

II – физические лица или юридические лица, имеющие финансовые инвестиции на сумму более чем 1.000.000,00 (один миллион реалов) и дополнительно подтвердившие в письменной форме, что обладают достаточными знаниями о финансовых рынках и понимают последствия неприменения правовых и регулятивных защит, предоставляемых инвесторам, которые не являются квалифицированными;

III – физические лица, которые сдали соответствующий квалификационный экзамен или имеющие сертификаты, перечень которых утверждается Комиссией по рынку ценных бумаг (МФО);

IV – инвестиционные клубы, при условии, что портфель управляется одним или несколькими акционерами, которые являются квалифицированными инвесторами.

Квалифицированный инвестор в Евросоюзе

Действующее российское законодательство базируется на законодательстве Европейского союза, что вытекает из пояснительной записки к проекту Федерального закона, которым как раз и были введены нормы о квалифицированном инвесторе [Львова 2017, с. 75]. Институт квалифицированного инвестора, правовое регулирование которого установлено положениями статьи 51.2 ФЗ № 39-ФЗ⁵ основывается, как и законодательство Европейского союза, на существовании двух видов квалифицированных инвесторов: в силу Закона (п. 2 ст. 51.2) и в силу признания (п. 4 ст. 51.2).

Основной принцип классификации инвесторов в Европейском союзе – опыт и знания, которыми должен обладать претендент, ставящий своей целью самостоятельно принимать решения об инвестировании в соответствующие финансовые инструменты и оценивать сопутствующие им риски, что прямо вытекает из Директивы № 2014/65/EU от 15.05.2014 (далее – Директива)⁶.

В «Приложении № 2 к Директиве под профессиональным клиентом понимается лицо, обладающее опытом и знаниями, достаточными для принятия самостоятельных инвестиционных решений и правильной оценки рисков, которым он подвергается»⁷.

При наличии явных отличий в сути подхода относительно опыта и знаний претендента (заявителя) на статус квалифицированного инвестора, в российском законодательстве и законодательстве Европейского союза, у нас есть одно общее – общий принцип формирования перечня лиц, признаваемых квалифицированными инвесторами в силу закона (считающиеся профессионалами) и лиц, которые могут быть признаны квалифицированными инвесторами (могут рассматриваться в качестве профессионалов по их просьбе). А принципиальное отличие сводится к тому, что по законодательству Европейского союза любая из организаций, признаваемой Директивой в качестве профессионального инвестора имеет право на снижение «планки ответственности» через механизм требования предоставить ей статус непрофессионального инвестора, а инвестиционные компании вправе дать им согласие на

⁵ Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 26.07.2019) «О рынке ценных бумаг» // Российская газета. 1996. 25 апр.

⁶ Директива 2014/65/EU Европейского Парламента и Совета от 15 мая 2014 г. о рынках финансовых инструментов с поправками к Директиве 2002/92/ЕС и Директиве 2011/61/EU [Электронный ресурс]. URL: <https://www.cbr.ru/statichtml/file/11141/mifid2.pdf> (дата обращения 23 ноября 2019).

⁷ Там же.

предоставление более высокого уровня защиты, что фиксируется в соответствующем договоре с указанием конкретного финансового инструмента, сделки или услуги (абз. 3, 4 п. 4 Приложения № 2 Директивы). В нашем законодательстве такой механизм отсутствует, но законопроект № 618877-7⁸, который был 29.05.2019 г. принят Государственной Думой ФС РФ в первом чтении, предусматривает физическим лицам возможность перехода в более защищенную категорию квалифицированных инвесторов.

В соответствии с правилами Директивы (раздел II Приложения № 2 Директивы), к категории квалифицированных инвесторов или, как дословно установлено в Директиве, к «клиентам, которые могут рассматриваться в качестве профессионалов по их просьбе», относятся лица, соответствующие двум из перечисленных в Директиве критериев, а не одному, как это предусмотрено российским законодательством. При этом два из трех относятся к цензу, характеризующий опыт и знания претендента (совершение сделок не реже чем 10 в квартал на значительную сумму или наличие профессионального опыта работы в финансовом секторе от года), а один характеризует имущественный ценз (наличие активов на сумму свыше 500 000 евро)⁹.

Квалифицированный инвестор в США

Законодательство США, в отличие от европейского, исходит из более жесткого подхода к квалификации инвестора, что было заложено еще в Законе о ценных бумагах 1933 г. (SECURITIES ACT OF 1933)¹⁰.

Так, на официальном сайте Американской комиссии по рынкам и ценным бумагам содержится информация о том, что основная задача института квалифицированных инвесторов – определить лиц, которые в состоянии нести экономические риски инвестиций в ценные бумаги, не зарегистрированные регулятором. Отдельно

⁸ Проект Федерального закона № 618877-7 «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” и отдельные законодательные акты Российской Федерации» [Электронный ресурс]. URL: <https://sozd.duma.gov.ru/bill/618877-7> (дата обращения 23 ноября 2019).

⁹ Директива 2014/65/EU Европейского Парламента и Совета от 15 мая 2014 года о рынках финансовых инструментов с поправками к Директиве 2002/92/ЕС и Директиве 2011/61/EU. URL: <https://www.cbr.ru/statichhtml/file/11141/mifid2.pdf> (дата обращения 23 ноября 2019).

¹⁰ SECURITIES ACT OF 1933 [Электронный ресурс]. URL: <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf> (дата обращения 24 ноября 2019).

подчеркивается, что инвестор должен знать о том, что такие продукты сопряжены с особыми рисками, в том числе возможностью потери инвестиций¹¹.

Е. Жук, проводя сравнительную характеристику квалифицированных инвесторов по законодательству ЕС и законодательству США, отмечал, что «ключевым отличием европейской методологии от американской является разделение всех квалифицируемых инвесторов на 2 группы: 1) квалифицированные инвесторы (профессиональные клиенты) по умолчанию (*de jure*) и 2) квалифицированные инвесторы (профессиональные клиенты) по признанию (*ad hoc*)» [Жук 2008, с. 18]. В США большое внимание уделяется защите неквалифицированных инвесторов, которые не имеют опыта инвестиций на рынке ценных бумаг. Аккредитованные инвесторы в США делятся на 4 группы, каждая из которых имеет свою компетенцию по вопросам инвестирования на рынке ценных бумаг.

В Отчете от 31.01.2019 г. «Бюллетень для инвесторов: аккредитованные инвесторы», размещенного на официальном сайте регулятора – Комиссии по ценным бумагам и биржам США (далее – SEC) приводится подробная информация о сути «аккредитованного инвестора»¹². В частности, указывается, что на основании действующего законодательства США в размещении отдельных ценных бумаг могут участвовать только лица, являющиеся аккредитованными инвесторами. Одной из причин, по которой эти предложения ограничены аккредитованными инвесторами, является обеспечение того, чтобы все участвующие инвесторы были финансово подготовленными и могли оценить риск потери инвестиций. В отличие от предложений, зарегистрированных в SEC, в которых требуется раскрывать определенную информацию, компании и частные фонды, такие как хедж-фонд или венчурный фонд, участвующие в этих льготных предложениях, не должны раскрывать информацию аккредитованным инвесторам. Эти предложения связаны с уникальными рисками, и предполагается, что аккредитованные инвесторы должны знать, что могут потерять все свои инвестиции.

Под аккредитованным инвестором – физическим лицом понимается лицо, которое соответствует следующим критериям:

- имеет доход, который превысил \$ 200,000 (или \$ 300,000 вместе с супругом) за каждый из предыдущих двух лет, и разумно ожидает того же самого в текущем году, или

¹¹ Updated Investor Bulletin: Accredited Investors. URL: <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/updated-investor-bulletin-accredited-investors> (дата обращения 23 ноября 2019).

¹² Там же.

- имеет активы стоимостью более 1 миллиона долларов США, либо отдельно, либо вместе с супругом (сюда не включается стоимость актива в виде жилого дома или квартиры по основному месту жительства лица).

Аккредитованный инвестор именуется «искушенным», т. е. это такое лицо, которое владеет компанией или частным фондом, предлагающими ценные бумаги, обоснованно предполагается, что у этого человека есть достаточные знания и опыт в финансовых и деловых вопросах для оценки достоинств и рисков предполагаемых инвестиций.

Установлены также особые правила для расчета собственного капитала. Для того, чтобы квалифицироваться в качестве аккредитованного инвестора в соответствии с тестом чистой стоимости, лицо должно иметь чистую прибыль (доход), которая превышает 1 млн долл. либо в одиночку, либо с супругом. При расчете совместной чистой стоимости (прибыли) с супругом нет необходимости в совместном владении имуществом. Расчет чистой стоимости включает в себя сложение всех активов претендента и вычитание всех его обязательств. Полученная сумма – это и есть его собственный капитал.

Из этих правил есть исключения. В частности, стоимость недвижимости по основному месту жительства не включена в расчет чистой стоимости. Кроме того, любой ипотечный или иной кредит на приобретение жилого помещения не считается обязательством до справедливой рыночной стоимости жилья. Если сумма кредита превышает справедливую рыночную стоимость, то сумма кредита, превышающая справедливую рыночную стоимость, считается обязательством по тесту чистой стоимости.

Кроме того, любое увеличение суммы кредита за 60 дней до покупки ценных бумаг (даже если сумма кредита не превышает стоимость проживания) также будет считаться обязательством. Причина этого заключается в том, чтобы предотвратить искусственное завышение чистой стоимости путем преобразования собственного капитала в денежные средства или другие активы¹³.

Из общего анализа законодательства США вытекает, что в основу квалификации положено не общее понятие квалифицированного инвестора, как это, например, принято в Российском законодательстве и законодательстве ЕС, а применяется дифференцированный подход. Это выражается в том, что в каждом ключевом

¹³ Updated Investor Bulletin: Accredited Investors. URL: <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/updated-investor-bulletin-accredited-investors> (дата обращения 23 ноября 2019).

сегменте рынка (инвестиционные фонды и компании, управляющие компании, биржевая торговля) существует свой тип квалифицированного инвестора с установленными правилами квалификации, которые являются различными для каждой из групп квалифицированных (аттестованных) инвесторов.

Исследования показали, что за последние несколько лет политика американского регулятора в отношении института квалифицированных (аккредитованных) инвесторов претерпела существенные изменения. В 2013 г. регулятор принял решение о либерализации этой сферы, отменив запрет на рекламу ценных бумаг и ПФИ, предназначенных для квалифицированных (аккредитованных) инвесторов, при условии проверки, что продукты, действительно, реализуются квалифицированным (аккредитованным) инвесторам. В начале 2016 г. Комитет финансовых услуг и Палата представителей США подавляющим большинством (347 – за, 8 – против, 78 – воздержались) проголосовали за поправку, которая позволит расширить определение квалифицированного (аккредитованного) инвестора за счет введения образовательной компоненты. В частности, теперь квалифицированными (аккредитованными) инвесторами могут быть признаны специалисты, имеющие лицензии для работы на финансовых рынках, а также лица, чье образование и опыт работы будут признаны достаточными регулятором или саморегулируемой профессиональной организацией¹⁴.

Квалифицированный инвестор в Израиле

В соответствии с Законом Израиля о ценных бумагах 1968 г., с учетом изменений, внесенных в Закон 24.02.2016 г., физическое лицо может быть признано квалифицированным инвестором в случае подачи письменного запроса и удовлетворения как минимум двум критериям:

- является обладателем финансовых активов, ценных бумаг, сбережений, наличных средств на общую сумму 12 млн шекелей (более 3 млн долл.);
- имеет опыт и навыки работы на финансовых рынках или имеет как минимум одногодичный стаж работы на должности, требующей наличие квалификации на рынках капитала;

¹⁴ Updated Investor Bulletin: Accredited Investors. URL: <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/updated-investor-bulletin-accredited-investors> (дата обращения 23 ноября 2019).

- совершил(а) как минимум 30 сделок с ценными бумагами в течение квартала на протяжении последних четырех кварталов. Данное требование не распространяется на сделки, совершенные доверительным управляющим без участия клиента¹⁵.

Из анализа законодательства вытекает, что в конце 2014 г. израильский регулятор опубликовал рекомендации в отношении мер, которые должен предпринимать эмитент для удостоверения в том, что инвестор действительно соответствует требованиям, предъявляемым к квалифицированным инвесторам. Рекомендации касались прежде всего физических лиц, которым ранее было достаточно лишь проставить галочки в предложенных формах. С 2014 г. эмитенты должны заручаться письменным свидетельством адвоката или бухгалтера, удостоверяющего размер состояния потенциального инвестора. Похожим образом эмитенту необходимо заручиться свидетельством брокера для подтверждения необходимого числа транзакций. И, наконец, чтобы удостовериться в наличии у инвестора необходимых знаний и опыта, эмитенту рекомендуется запросить у инвестора детализированное описание совершенных им сделок.

Примечательно, что инвестор должен соответствовать данным требованиям на момент предложения ему высокорискованных ценных бумаг, что удостоверяется соответствующим заявлением. К моменту совершения сделки эмитент обязан удостовериться, что указанная информация соответствует действительности¹⁶.

Заключение

Анализ зарубежного законодательства показал, что институт квалифицированных (аккредитованных или профессиональных) инвесторов присутствует во всех странах с развитыми финансовыми рынками. Проецируя опыт законодательного регулирования института квалифицированного инвестора в Бразилии, Европейском Союзе, США, Израйля на Российскую Федерацию, можно утверждать, что, несмотря на национальные особенности, цель

¹⁵ Relief in Criteria for Individual Classified Investors in Connection with Private Offering of Securities in Israel. URL: http://www.gkh-law.com/מבזק-מבוק-2016/#_ftn1 (дата обращения 23 ноября 2019).

¹⁶ Ofer Hanoh, Yigal Binyamini. Relief in Criteria for Individual Classified Investors in Connection with Private Offering of Securities in Israel // Client Alert - Banking, Insurance and Finances, March 2016. URL: http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_6025.pdf (дата обращения 23 ноября 2019).

присвоения статуса квалифицированного инвестора везде одинакова и состоит в защите интересов потенциальных инвесторов. Во многих странах синонимами слова «квалифицированный» во фразе «квалифицированный инвестор» выступают такие слова, как «аккредитованный», «искушенный» или «опытный». Как правило, при присвоении статуса квалифицированного инвестора учитываются три критерия – имущественный статус кандидата, наличие у него знаний в сфере финансовых рынков и наличие достаточного опыта в совершении сделок с ценными бумагами на фондовом рынке. При этом в большинстве стран при квалификации учитывается два критерия из трех. Россия является исключением, у нас для присвоения статуса квалифицированного инвестора достаточно соответствовать одному критерию из названных в законе, что нуждается, на наш взгляд, в исправлении на законодательном уровне, исходя из практики международного опыта применения института квалифицированного инвестора.

Литература

- Жук 2008 – Жук Е. Квалифицированный инвестор в Евросоюзе, США и РФ: правовые модели // Рынок ценных бумаг. 2008. № 5 (356). С. 16–20.
- Львова 2017 – Львова С. С квалификацией, но без опыта, или Квалифицированные инвесторы на скорую руку // Юридическая работа в кредитной организации. 2017. № 3. С. 74–82.

References

- Lvova, S. (2017), “With the qualification, but without any experience, or Qualified investors in a hurry”, *Yuridicheskaya rabota v kreditnoi organizatsii*, no. 3, pp. 74-82.
- Zhuk, E. (2008), “A Qualified Investor in the EU, USA and Russia: the Legal Models”, *Rynok tsennykh bumag*, no. 5 (356), pp. 16-20.

Информация об авторе

Светлана В. Львова, кандидат юридических наук, Российский государственный гуманитарный университет, Москва, Россия; 125993, Россия, Москва, Миусская пл., 6; lvovasv@mail.ru

Information about the author

Svetlana V. Lvova, Cand. of Sci. (Law), Russian State University for the Humanities, Moscow, Russia; bld. 6, Miusskaya Square, Moscow, Russia, 125993; lvovasv@mail.ru