

## ФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА В ОТНОШЕНИИ КАТЕГОРИЗАЦИИ ИНВЕСТОРОВ – ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В РОССИИ И ОБЛАСТИ ЗАЩИТЫ ИХ ИНТЕРЕСОВ

И.Г. Горловская

Омский государственный университет им. Ф.М. Достоевского (Омск, Россия)

### **Информация о статье**

Дата поступления  
1 октября 2020 г.

Дата принятия в печать  
15 ноября 2020 г.

### **Тип статьи**

Исследовательская статья

**Аннотация.** Развитие современной экономики и финансового рынка невозможно без вовлечения в инвестиционные процессы массового инвестора. На это нацелена политика государства в области финансового рынка. Потребность в сохранении сбережений в условиях снижения ключевой ставки, а следовательно, снижения процентов, побуждает физические лица активнее инвестировать средства в ценные бумаги. На рынок ценных бумаг приходят новые инвесторы, которые не всегда могут адекватно оценить риск вложений в ценные бумаги. Для снижения рисков инвесторов – физических лиц применяется механизм категоризации, разделения их на квалифицированных и неквалифицированных инвесторов, который требует совершенствования. На основе проведенного анализа доказано, что категоризация инвесторов не может быть ограничена регламентацией критериев их разграничения и требует конкретизации областей защиты интересов и прав инвесторов. Исследование проведено на основе прагматической методологии Солоу–Уильямсона и системного подхода. Проанализированы показатели активности инвесторов и показатели, характеризующие степень защиты инвесторов на российском рынке ценных бумаг. В результате определены и проанализированы проблемы современной категоризации инвесторов – физических лиц в Российской Федерации. Выделены основные области защиты интересов и прав инвесторов, к ним отнесены: выбор финансового инструмента; обеспечение права собственности на финансовые инструменты; сделки с финансовыми инструментами; защита от мисселинга; раскрытие информации эмитентами и профессиональными субъектами финансовых рынков; неправомерные действия профессиональных субъектов финансовых рынков во взаимосвязи с финансовыми рисками и инструментарием защиты. Области защиты интересов и прав инвесторов соотнесены с рисками и инструментарием защиты. Определены основные принципы категоризации инвесторов – физических лиц.

### **Ключевые слова**

Квалифицированные инвесторы, неквалифицированные инвесторы, защита интересов и прав инвесторов

## FINANCIAL POLICY REGARDING THE CATEGORIZATION OF INDIVIDUAL INVESTORS IN RUSSIA AND THE AREA OF PROTECTING THEIR INTERESTS

I.G. Gorlovskaya

Dostoevsky Omsk State University (Omsk, Russia)

### **Article info**

Received  
October 1, 2020

Accepted  
November 15, 2020

### **Type paper**

Research paper

**Abstract.** Development of modern economy and financial market is impossible without involving the mass investor in investment processes. This is the goal of the state's financial market policy. The need to preserve savings in the face of a reduction in the key rate, and therefore a decrease in interest, encourages individuals to invest more actively in securities. New investors come to the securities market, but they are not always able to adequately assess the risk of investing in securities. To reduce the risks of individual investors, there is used a categorization mechanism, which divides them into qualified and unqualified investors, but requires improvement. Based on the analysis, it is proved that the categorization of investors cannot be limited by the regulation of the criteria for their differentiation and requires specifying the areas of protection of the interests and rights of investors. The study is based on the pragmatic Solow-Williamson methodology and a systematic approach. The indicators of investor activity and indicators characterizing the degree of investor protection in the Russian securities market are analyzed. As a result, the problems of modern categorization of individual investors in the Russian Federation are identified and analyzed. The main areas of protection of investors' interests and rights are identified, including: the choice of a financial instrument; ensuring ownership of financial instruments; transactions with financial instruments; protection from misseling; disclosure of information by issuers and professional subjects of financial markets; illegal actions of professional subjects of financial markets in relation to financial risks and protection tools. Areas of protection of investors' interests and rights are correlated with risks and protection tools. There were defined basic principles of categorization of investors-individuals.

### **Keywords**

Qualified investors, unqualified investors, protection of the interests and rights of investors

**1. Введение.** Инвестирование в ценные бумаги всегда сопряжено с рисками. В инвестиционные процессы вовлекаются широкие слои населения, в том числе инвесторы с недостаточным уровнем финансовой грамотности. В 2019 г. индекс финансовой грамотности россиян составил 12,37 балла из 21 возможного<sup>1</sup>. Этот показатель свидетельствует о недостаточности знаний и опыта инвестирования российских инвесторов, низкой способности оценить риски, связанные с финансовыми продуктами и услугами. Для защиты интересов и прав инвесторов на финансовом рынке используется механизм категоризации участников, иначе – механизм разделения инвесторов на квалифицированных и неквалифицированных. Под квалифицированными инвесторами понимаются инвесторы, которые обладают необходимыми знаниями о сущности и правовых основах финансовых инструментов, навыками и умениями инвестирования в финансовые инструменты, оценки рисков, связанных с такими инструментами. Инвесторы, не обладающие такими знаниями и умениями, относятся к неквалифицированным. Деление российских инвесторов на квалифицированных и неквалифицированных берет свое начало в 2007 г. Оно зафиксировано в Федеральном законе от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». При этом в ст. 51.2 указанного закона не раскрывается содержание понятия квалифицированных инвесторов, они определяются через установленный перечень. К квалифицированным инвесторам применяются две классификации: во-первых, они делятся по статусу на физических и юридических лиц; во-вторых, на квалифицированных инвесторов, которые являются таковыми в силу закона, и квалифицированных инвесторов, которые признаны таковыми профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Признание физических лиц квалифицированными инвесторами основано на оценке уровня их благосостояния, знаний и опыта работы с финансовыми инструментами. Критерии применяются на альтернативной основе, что делает категоризацию формальной. Кроме того, законодательно закрепленное разделение инвесторов по формальным признакам не раскрывает содержания механизма защиты интересов инвесторов разных категорий и создает проблему допуска на финансовый рынок новых инвесторов. Между тем формирование доверительной среды на финансо-

вых рынках требует теоретического обоснования инструментария защиты интересов и прав инвесторов. Научные работы по исследуемой тематике немногочисленны, чаще всего в них применяется правовой подход и описывается категоризация инвесторов в рамках действующего законодательства. Это представляется недостаточным для обоснования инструментария защиты интересов и прав, прежде всего неквалифицированных инвесторов, отличия рисков разных категорий инвесторов и механизма перехода из одной категории в другую. Таким образом, недостаточное теоретическое обоснование категоризации инвесторов и неразработанность практических аспектов защиты интересов и прав инвесторов свидетельствуют об актуальности работы.

**2. Обзор литературы.** Авторы научных работ при исследовании финансового рынка чаще всего исходят из того, что на финансовом рынке инвесторы делятся на институциональных и индивидуальных (розничных) инвесторов [1, с. 11–14; 2]. Потому значительное количество работ посвящено защите интересов и прав инвесторов в указанном контексте [3–7].

Однако исследования в области поведенческих финансов Д. Каннемана и А. Тверски [8] образуют фундамент более глубокой классификации, которая позволяет распределить инвесторов на категории с точки зрения возможности осознанного принятия рисков при инвестировании на финансовом рынке. Организация национальных финансовых рынков исходит из принципа законодательной регламентации эффективного режима защиты потребителей в секторе ценных бумаг<sup>2</sup>. Правила отнесения инвесторов к той или иной категории устанавливаются в каждой стране или группе взаимосвязанных стран. Р. Ла Порта, Ф. Лопез-де-Силанес, А. Шлейфер и Р. Вишни пришли к выводу, что качество правовой базы влияет на степень защиты интересов и прав инвесторов и способствует развитию финансового рынка [9]. Исходя из этого исследователи в своих работах используют устоявшиеся национальные классификации инвесторов, и, если обратиться к научно-исследовательским работам конкретных авторов, то окажется, что зарубежных исследователей в большей степени интересуют поведенческие аспекты разных категорий инвесторов в страновой или событийной привязке, нежели вопросы, связанные

с самой категоризацией инвесторов. Следует выделить несколько направлений в проведенных зарубежных исследованиях:

– направление, касающееся исследования поведения неквалифицированных инвесторов в кризисных ситуациях [10; 11];

– направление, в рамках которого рассматриваются особенности инвестиционных стратегий разных категорий инвесторов [12–14];

– направление, связанное с развитием цифровизации и инвестированием квалифицированными инвесторами, в частности на инвестиционных платформах [15; 16];

– направление, в рамках которого проводятся исследования поведения квалифицированных инвесторов на рынках ценных бумаг разных стран [17].

В России необходимость категоризации инвесторов была вызвана потребностями развития паевых инвестиционных фондов (ПИФ). Введение категорий портфелей ПИФ с разной степенью риска потребовало ограничить обычных инвесторов от вложений в высокорискованные инвестиционные паи без осознания принимаемого на себя риска потери вложенных средств. Поэтому значительная часть научных исследований в России посвящена именно паевым инвестиционным фондам, предназначенным для квалифицированных инвесторов [18–20].

В то же время в отечественной науке фундаментальные исследования содержания понятия квалифицированного инвестора, сущности квалификации инвесторов и критериев их разделения на группы проведены С.В. Львовой (предложено ввести понятие претендента на статус квалифицированного инвестора) [21], Н.Б. Болдыревой и Л.Г. Решетниковой (предложена модель квалификации инвесторов, которая включает принципы, критерии категоризации инвесторов, шкалирование критериев, определение источников финансирования инвестиционной деятельности и направлений инвестирования денежных средств инвестора) [22]. Проблемы защиты прав инвесторов на финансовом рынке в институциональном аспекте исследуют А.А. Земцов и В.Ю. Цибульникова [23], Ю.А. Данилов [24]. Характеристика розничного инвестора дана в работах Я.М. Миркина, С.А. Хестанова, А.О. Андрищенко, А.Д. Волковой [25], М.М. Яцковского [26]. Вопросам категоризации инвесторов в аспекте изменений норм действующего законодательства посвяще-

ны работы Д.А. Жилюк, А.Ю. Скороход [27], Н.Е. Морозовой, С.Х. Аль-Згуль [28].

Для нашего исследования крайне важной оказалась работа Н.Б. Болдыревой и Л.Г. Решетниковой, в которой сделан шаг в создании научно обоснованной концепции категоризации инвесторов на российском финансовом рынке. Их исследование построено в развитии предложений Банка России (2016 г.) относительно разделения в российской практике инвесторов на неквалифицированных, квалифицированных и профессиональных. Однако, в 2020 г. эта градация не получила поддержки: принятые поправки к закону «О рынке ценных бумаг» оставили прежнюю классификацию без изменений<sup>3</sup>, и вопросы, связанные со шкалированием, остались нерешенными. Между тем в работе подняты вопросы системного подхода к категоризации инвесторов на финансовом рынке.

Анализ научной литературы показал значимость работ, связанных с категоризацией инвесторов в целях защиты интересов и прав тех инвесторов, которые не в состоянии оценивать последствия высокорискованных инвестиций. В развитии этой проблематики наше исследование пытается восполнить пробел относительно взаимосвязи категоризации инвесторов и инструментария их защиты.

**3. Гипотеза и методы исследования.** Гипотеза исследования заключается в предположении того, что категоризация инвесторов не должна ограничиваться только установлением критериев их разграничения для отнесения к определенным группам (категориям). В связи с этим поставлены исследовательские вопросы:

- Каковы области защиты интересов и прав инвесторов?
- Какие риски позволяет снизить категоризация инвесторов?
- Какие инструменты может применить мегарегулятор для снижения выявленных рисков?

Исследование строилось в соответствии с логикой прагматической методологии Р. Соллоу и О. Уильямсона [29]; были использованы системный подход (для определения областей защиты интересов и прав инвесторов), метод классификаций (при исследовании категорий инвесторов), метод категориально-системного анализа (для построения модели компенсационного гомеостата в целях выявления проблем, связанных с категоризацией инвесторов), а так-

же методы формальной логики, группировки данных, метод обобщения.

При проведении исследования в качестве исходных данных были использованы статистические данные Центрального банка РФ, Роспотребнадзора, материалы Московской биржи, опубликованные на их официальных сайтах.

**4. Результаты исследования.** Целью категоризации инвесторов на рынке ценных бумаг является ограничение непрофессиональных неквалифицированных инвесторов от рисков, связанных с инвестированием в сложные финансовые инструменты с непредсказуемыми последствиями таких вложений. Защита инвесторов сводится, во-первых, к запретам и ограничениям на использование тех финансовых инструментов и сделок, которые, с точки зрения регулятора, противоречат интересам инвестора, во-вторых, мерам профилактики надлежащего выполнения участниками рынка ценных бумаг своих обязанностей [30, с. 372]. Категоризация инвесторов в разных странах регламентируется действующим законодательством [31].

В России юридические лица – коммерческие организации могут получать статус квалифицированных в двух случаях: если они соответствуют требованиям Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и включены в перечень квалифицированных лиц или если они признаны таковыми брокером или управляющим ценными бумагами в соответствии с Указанием Банка России от 29 апреля 2015 г. № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами».

Для категоризации физических лиц используются критерии – размер имущества, знания и опыт. В связи с принятыми поправками в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» с 1 апреля 2022 г. критерии изменяются (табл. 1). Физические лица, признанные квалифицированными инвесторами до 1 апреля 2022 г., сохраняют свой статус в отношении ценных бумаг и иных финансовых инструментов или сделок, по которым они были признаны квалифицированными инвесторами.

Т а б л и ц а 1. Критерии отнесения физических лиц к квалифицированным инвесторам в Российской Федерации

Table 1. Criteria for inclusion of individuals to qualified investors in the Russian Federation

<i>Критерии</i>	<i>Действующие правила</i>	<i>Правила с 1 апреля 2022 г.</i>
<b>Размер имущества</b>		
Стоимость портфеля ценных бумаг и финансовых инструментов	Не менее 6 млн руб.	Пока не установлено
Размер имущества	Не менее 6 млн руб.	Пока не установлено
<b>Знания</b>		
Профессиональные знания	Наличие высшего экономического образования, полученного в образовательной организации высшего профессионального образования, которая осуществляет аттестацию граждан в сфере профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, или наличие квалификационного аттестата специалиста финансового рынка, квалификационного аттестата аудитора, квалификационного аттестата страхового актуария или международного сертификата <i>Chartered Financial Analyst (CFA)</i> , <i>Certified International Investment Analyst (CIIA)</i> , или <i>Financial Risk Manager (FRM)</i>	Наличие свидетельства о квалификации в соответствии с Федеральным законом № 238-ФЗ «О независимой оценке квалификации» или не менее одного из международных сертификатов (аттестатов) по перечню Банка России
<b>Опыт</b>		
Опыт работы в российской и (или) иностранной организации – квалифицированном инвесторе	Не менее двух лет	Пока не установлено

Окончание табл. 1  
The end of Table 1

<i>Критерии</i>	<i>Действующие правила</i>	<i>Правила с 1 апреля 2022 г.</i>
Опыт работы в российской и (или) иностранной организации – неквалифицированном инвесторе	Не менее трех лет	Опыт работы по непосредственному совершению сделок с финансовыми инструментами, подготовке индивидуальных инвестиционных рекомендаций, управлению рисками, связанными со сделками с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами, или опыт работы в должности, согласованной с Банком России
Накопленный опыт инвестирования (опыт совершения сделок с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами)	Сделки на сумму не менее 6 млн руб., с частотой совершения в среднем не реже 10 раз в квартал, но не реже одного раза в месяц из расчета последних четырех месяцев	Пока не установлено

*Примечание.* Сост. по: Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (дейст. ред.); Федеральный закон от 31 июля 2020 г. № 306-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и отдельные законодательные акты Российской Федерации»; Указание Банка России от 29 апреля 2015 г. № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами».

Указанные в табл. 1 критерии используются для квалификации инвесторов – физических лиц на взаимоисключающей основе, что делает действующую модель усеченной. На это обращают внимание Н.Б. Болдырева и Л.Г. Решетникова [22, с. 154–155]. Мы полностью согласны с этими авторами относительно того, что критерии образуют трехмерную модель, и ни один из этих критериев не может быть использован без увязки с остальными. Так, наличие необходимого имущества не является равнозначным образованию и опыту, и наоборот. Отсутствие в вузе профилизации образовательной программы для бакалавров ставит под сомнение получение необходимых знаний по инвестированию на рынке ценных бумаг, поскольку непрофилированная образовательная программа по направлению «Экономика» предполагает получение общих экономических знаний, тогда как инвестирование на рынке ценных бумаг требует специальных знаний. Получение квалификационного аттестата (с 2022 г. – свидетельства о квалификации в соответствии с профессиональными стандартами работы на рынке ценных бумаг) или международных сертификатов (например, *CFA*, *CIIA*, *FRM*) свидетельствует о наличии необходимых знаний для инвестирования в ценные бумаги. Однако этот критерий, на наш взгляд, должен быть распространен и на должностных лиц и работников

юридических лиц, претендующих на получение статуса квалифицированного инвестора.

В российском законодательстве новшеством является то, что неквалифицированные инвесторы – физические лица начиная с апреля 2022 г. будут допускаться на рынок ценных бумаг после положительного прохождения тестирования. Полномочия по тестированию возложены на брокеров, форекс-дилеров, управляющих ценными бумагами, операторов инвестиционных платформ. В основу процедуры тестирования должны быть положены Базовые стандарты защиты прав и интересов инвесторов (получателей финансовых услуг).

В настоящее время в России действуют Базовый стандарт защиты прав и интересов физических и юридических лиц – получателей финансовых услуг, оказываемых членами саморегулируемых организаций (СРО) в сфере финансового рынка, объединяющих брокеров, и Базовый стандарт защиты прав и интересов физических и юридических лиц – получателей финансовых услуг, оказываемых членами саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка, объединяющих управляющих ценными бумагами. Формально стандарты разрабатываются двумя саморегулируемыми организациями (НАУФОР и НФА), реально – они идентичны. Эти стандарты нацелены прежде всего на защиту неквалифицированных инве-

сторов. Однако стандарты разработаны на основе процессного подхода, согласно которому защита инвесторов – клиентов брокера или управляющего ценными бумагами сводится к регламентации поведения профессионального участника и его сотрудников в отношении раскрытия информации, соблюдения приоритета интересов клиента, порядка принятия поручений и исполнения сделок. Содержатель-

ное отличие защиты интересов и прав неквалифицированных инвесторов от прав квалифицированных инвесторов отсутствует.

Защита неквалифицированных инвесторов по логике законодателя должна осуществляться методом «запрещено / разрешено» в отношении конкретных финансовых инструментов и сделок (табл. 2).

Таблица 2. Финансовые инструменты и сделки для разных категорий российских инвесторов  
Table 2. Financial instruments and transactions for different categories of Russian investors

Категория инвестора	Правила, действующие до 1 апреля 2022 г.	Правила, действующие с 1 апреля 2022 г.
Неквалифицированные инвесторы, не прошедшие тестирование	Разрешенные инструменты (на сумму менее 6 млн руб.): – государственные ценные бумаги Российской Федерации, государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации и муниципальные ценные бумаги; – акции и облигации российских эмитентов; – государственные ценные бумаги иностранных государств; – акции и облигации иностранных эмитентов; – российские депозитарные расписки и иностранные депозитарные расписки на ценные бумаги; – инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов и паи (акции) иностранных инвестиционных фондов; – ипотечные сертификаты участия; – заключаемые на организованных торгах договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами	Разрешенные инструменты: – акции, включенные в котировальные листы бирж; – облигации российских эмитентов (за исключением структурных облигаций) с соответствующим кредитным рейтингом; – государственные ценные бумаги Российской Федерации; – инвестиционные паи в открытых и интервальных ПИФ, биржевых ПИФ; – акции и депозитарные расписки иностранных эмитентов при условии, что акции входят в расчет хотя бы одного из иностранных фондовых индексов, перечень которых определен Банком России
		Разрешенные сделки (максимальная сумма сделки или ПФИ составляет 100 тыс. руб. или 1 лот при условии получения от брокера уведомления о рисках и принятии риска инвестором): – сделки купли-продажи разрешенных ценных бумаг; – сделки РЕПО (с центральным контрагентом); – сделки с ПФИ на условиях T+0 и неттинга; – сделки с использованием инвестиционной платформы на сумму не более 600 тыс. руб. в год Запрещенные сделки: – «короткие» сделки; – маржинальные сделки
Неквалифицированные инвесторы, прошедшие тестирование	Не предусмотрено	Разрешенные финансовые инструменты (кроме разрешенных только квалифицированным инвесторам): – ценные бумаги; – ПФИ
		Запрещенные финансовые инструменты: – структурные облигации; – облигации без срока погашения
		Разрешенные сделки (кроме сделок, разрешенных только квалифицированным инвесторам): – сделки купли-продажи ценных бумаг; – сделки РЕПО; – сделки с использованием инвестиционной платформы на сумму не более 600 тыс. в год Запрещенные сделки: – «короткие» сделки; – маржинальные сделки

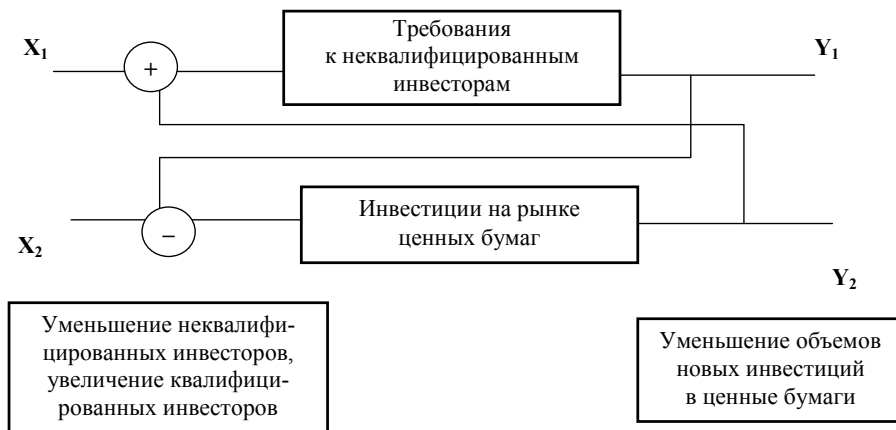
Окончание табл. 2  
The end of Table 2

Категория инвестора	Правила, действующие до 1 апреля 2022 г.	Правила, действующие с 1 апреля 2022 г.
Квалифицированные инвесторы	Ограничений нет	Разрешенные финансовые инструменты: – ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов, в том числе инвестиционные паи закрытых ПИФ для квалифицированных инвесторов; – ПФИ
		Запрещенные финансовые инструменты для квалифицированных инвесторов – физических лиц: облигации без срока погашения
		Разрешенные сделки: – любые сделки с ценными бумагами на биржевом и внебиржевом РЦБ; – сделки с использованием инвестиционной платформы (без ограничений); – выплата доходов по инвестиционным паям ПИФ; – погашение инвестиционных паев ПИФ недвижимостью и другим имуществом

*Примечание.* Сост. по: Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (дейст. ред.); Федеральный закон от 31 июля 2020 г. № 306-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и отдельные законодательные акты Российской Федерации»; Указание Банка России от 29 апреля 2015 г. № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами».

Сравнение правил использования финансовых инструментов и заключения сделок на РЦБ показывает, что начиная с 1 апреля 2022 г.

возможности неквалифицированных инвесторов резко сужаются. Этот фактор усиливает противоречие системы рынка ценных бумаг (рис.).



*Выражение противоречия между требованиями к неквалифицированным инвесторам и потребностями рынка ценных бумаг в компенсационном гомеостате «Система рынка ценных бумаг»*

*Expression of the contradiction between the requirements for unqualified investors and the needs of the securities market in a compensatory homeostat "Securities market system"*

Это противоречие означает ситуацию, при которой усиление требований к неквалифицированным инвесторам и введение их тестирования повлечет уменьшение неквалифицированных инвесторов, впервые инвестирующих

на рынке ценных бумаг, и, следовательно, к замедлению роста объемов вложений в ценные бумаги. Между тем Банк России констатирует низкую активность населения на финансовом рынке и доминирующую роль банковских де-

позитов в структуре сбережений, декларирует необходимость развития потенциала финансового рынка по трансформации сбережений в долгосрочные инвестиции, потребность в развитии источников и инструментов рынка капитала<sup>4</sup>. Однако, при этом предполагается резкое сужение ареала инвестирования для неинституциональных инвесторов.

Обратимся к цифрам. Итоги анализа данных, характеризующих уровень и степень защиты разных категорий инвесторов в России, можно разбить на две основные группы. Первая группа включает показатели активности инвесторов, вторая характеризует степень защиты инвесторов на РЦБ.

**4.1. Показатели активности.** Полной официальной статистики вложений квалифицированных и неквалифицированных инвесторов мегарегулятор не предоставляет, поэтому о соотношении категорий инвесторов и их деятельности на рынке ценных бумаг можно судить по фрагментарным данным. По данным Роспотребнадзора, финансовые активы населения с 2015 по 2018 г. выросли в 1,29 раз и составили на 31 декабря 2018 г. 47 093,2 млрд руб.<sup>5</sup>

Российские инвесторы имеют доступ к двум основным сегментам финансового рынка: рынку ценных бумаг (биржевому и внебиржевому) и рынку коллективных инвестиций.

В I квартале 2020 г. в России было зарегистрировано 511 ПИФ для неквалифицированных инвесторов (в том числе 254 открытых ПИФ и 21 биржевой ПИФ) и 1 023 ПИФ для квалифицированных инвесторов. Стоимость чистых активов ПИФ составила 916,5 для неквалифицированных инвесторов и 3 268,3 млрд руб. для квалифицированных инвесторов<sup>6</sup>.

Этот сегмент финансового рынка наиболее интересен квалифицированным инвесторам в связи с тем, что он предоставляет возможности пассивного диверсифицированного инвестирования. Существенное различие между возможностями квалифицированных и неквалифицированных инвесторов заключается в том, что в совокупном портфеле квалифицированных инвесторов значительную долю занимают рискованные, потенциально высокодоходные низколиквидные инструменты, а в портфеле неквалифицированных инвесторов – низкорискованные высоколиквидные финансовые инструменты. Так, в I квартале 2020 г. в совокупном портфеле ПИФ для квалифицированных инвесторов основная доля приходится на низ-

коликвидные рискованные финансовые инструменты (около 50 %), тогда как в совокупном портфеле неквалифицированных инвесторов основное место занимают государственные и корпоративные облигации (38,8 %), т. е. высоколиквидные безрисковые инструменты<sup>7</sup>.

Расчеты показали, что на брокерском обслуживании в I квартале 2020 г. находилось 5,026 млн лиц, при этом доля физических лиц составила 99,6 %, в том числе доля активных клиентов составила 17,5 %. Количество доверителей в доверительном управлении составило 389,5 тыс. клиентов, в том числе 99,9 % – физические лица, в том числе активные доверители 16,2 %<sup>8</sup>. Эти данные косвенно свидетельствуют о том, что роль квалифицированных инвесторов – коммерческих организаций, признаваемых квалифицированными профессиональными участниками, ничтожно мала.

Активность неквалифицированных инвесторов – физических лиц демонстрирует статистика индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС). По данным Банка России, количество новых открытых ИИС в 2015 г. составило 89,6 тыс., в 2018 г. – 317,9 тыс. счетов, а в 2019 г. – 491,1. Всего в I квартале 2020 г. в России действовало 2 031,4 тыс. ИИС, т. е. в 22,6 больше, чем в 2015 г. При этом 87,2 % ИИС было открыто у брокеров, и 12,8 % – у управляющих ценными бумагами. Средний объем денежных средств изменился с 57 тыс. руб. в 2015 г. до 169,7 руб. в 2018 г. и 135,6 руб. в 2019 г.<sup>9</sup> В I квартале 2020 г. стоимость активов на ИИС у брокеров составила 143,3 млрд руб., у управляющих ценными бумагами – 74,2 млрд руб. Средний размер ИИС, соответственно, составил 80,9 тыс. руб. и 284,9 тыс. руб.<sup>10</sup>

В 2015 г. соотношение активных и неактивных ИИС составляло 85 % к 15 % счетов. Основными инвестиционными инструментами в структуре среднемесячных оборотов являлись ценные бумаги (74 %), депозиты (12 %), валюта (4 %), инструменты срочного рынка (10 %)<sup>11</sup>. В I квартале 2020 г. денежные средства на ИИС составили 13 %, государственные облигации – 14 %, корпоративные облигации – 23 %, акции и депозитарные расписки – 24 %, паи ПИФ – 26 %, прочие финансовые инструменты – 1 %. К причинам изменения структуры портфелей ИИС следует отнести изменение законодательства, снижение ставок по депозитам в банках, неустойчивость курса валюты<sup>12</sup>.



Московская биржа не раскрывает полную статистическую информацию по квалифицированным инвесторам. Данные Московской биржи характеризуют финансовые инструменты, и режимы торговли, предназначенные для квалифицированных инвесторов<sup>13</sup>. К концу 2019 г. на Московской бирже торговало 3,86 млн чел. (2,7 % населения России)<sup>14</sup>. По данным FINMARKET.RU, в январе 2019 г. доля квалифицированных инвесторов – физических лиц, участвующих в торгах на Московской бирже, составила 1,82 % от инвесторов – физических лиц, в январе 2020 г. – сократилась до 1,58 %<sup>15</sup>. С точки зрения структуры объемов торгов на Московской бирже в 2019 г. на рынке акций доля розничных инвесторов составила 34 %, на рынке облигаций – 7 %, на рынке производных финансовых инструментов (ПФИ) – 42 %, на валютном рынке – 3 %<sup>16</sup>.

Активное развитие цифровых технологий на рынке ценных бумаг привело к появлению в России финансовых и инвестиционных платформ. Финансовые платформы предназначены преимущественно для неквалифицированных инвесторов. На основе финансовых платформ организуются маркет-плейс. Зарегистрированные в России два оператора финансовых платформ предлагают продукты и услуги как на внебиржевом, так и биржевом РЦБ. Финансовая платформа оператора АО «ВТБ Регистратор» предназначена для организации маркет-плейс внебиржевых продуктов. Оператор фи-

нансовой платформы ПАО «Московская Биржа ММВБ-РТС» предлагает продукты и услуги неквалифицированным инвесторам на биржевом рынке (инвестиционные паи ПИФ и услуги по доверительному управлению управляющих ценными бумагами – участников Московской биржи). В отличие от финансовых платформ, инвестиционные платформы предоставляют возможность инвесторам вкладывать свои средства в цифровые ценные бумаги (утилитарные цифровые права), предоставлять займы (краудлендинг). Для неквалифицированных инвесторов установлены ограничения: в течение одного календарного года инвестор может инвестировать на инвестиционных платформах не более 600 тыс. руб.<sup>17</sup>

На основе данных можно предположить, что неквалифицированные инвесторы достаточно активны, и их интересуют рискованные стратегии инвестирования.

**4.2. Степень защиты инвесторов на РЦБ.** По данным Роспотребнадзора, уровень доверия инвестиционным компаниям на рынке ценных бумаг колеблется от 19 % в 2014 г. до 15 % в 2018 г.<sup>18</sup> Удельный вес жалоб, поступивших в Банк России на участников корпоративных отношений (эмитентов), профучастников и субъектов коллективных инвестиций, составил 22,3 % от всех жалоб на участников финансового рынка в 2018 г.<sup>19</sup> Структура обращений в отношении профессиональных участников представлена в табл. 3.

Таблица 3. Структура жалоб клиентов в отношении участников рынка ценных бумаг, %  
Table 3. Structure of client complaints against participants in the securities market, %

Участник рынка ценных бумаг	I квартал 2018	I квартал 2019	I квартал 2020
Профессиональный участник (банкротство / ликвидация / отзыв лицензии)	6,8	6,5	3,1
Брокеры	24,5	46,4	65,2
Депозитарии	3,4	6,5	8,2
Доверительные управляющие	18,7	8,2	8,9
Манипулирование рынком	0,0	0,0	5,1
Организаторы торгов	1,7	13,7	3,1
Регистраторы	6,0	6,2	4,4
Форекс-дилеры	1,4	9,2	0,03
Прочее	37,5	3,3	1,97

*Примечание.* Рассчитано по: Статистические данные к обзору ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг за 1 кв. 2020 года // Банк России: офиц. сайт. URL: [https://cbr.ru/securities\\_market/statistic/](https://cbr.ru/securities_market/statistic/).

Анализ данных показывает, что структура жалоб инвесторов существенно изменилась с 2018 по 2020 г.: количество жалоб на брокеров увеличилось в 2,7 раза, на депозита-

рии – в 2,4 раза, что свидетельствует о неблагополучии в исполнении Базовых стандартов деятельности этих профессиональных участников.

Степень доверия населения к брокерам и ИИС в 2018 г. демонстрируют следующие данные: 0,9 % опрошенного населения полностью доверяют брокерам; 3,4 % – доверяют с оговорками; 4,2 % частично не доверяют; 5,3 % не доверяют совсем. При этом 83,0 % опрошенных не сталкивались с брокерским обслуживанием<sup>20</sup>. Полностью не удовлетворены услугами брокеров 4,9 % опрошенных; 4,2 % – скорее не удовлетворены; 3,4 % – удовлетворены частично; полностью удовлетворены только 1,3 %<sup>21</sup>.

Банк России отмечает, что на рынке ценных бумаг наблюдаются случаи месселинга. Они связаны, во-первых, с предложением финансовых услуг иностранными организациями, в том числе консалтинговыми и обучающими центрами; во-вторых, с навязыванием сложных структурных финансовых продуктов без объяснения или с искажением их характеристик<sup>22</sup>; в-третьих, с принуждением приобретения одновременно банковского продукта и брокерской услуги или услуги управляющего ценными бумагами<sup>23</sup>.

Кроме того, на отечественном рынке ценных бумаг наблюдаются случаи хищения ценных бумаг. Мегарегулятор выделяет три основных способа хищения ценных бумаг профессиональными участниками: путем злоупотребления доверием клиентов или введения их в заблуждение, в том числе путем сговора с третьими лицами; путем использования активов клиента в своих целях и целях аффилированных лиц; путем использования суррогатных, псевдодоверительных договоров и договоров по псевдоинвестиционному консультированию<sup>24</sup>. Также существует угроза невозврата активов клиента теми профессиональными участниками, которые включают клиентские ценные бумаги для формирования своей фиктивной отчетности<sup>25</sup>.

Недостаточная финансовая грамотность населения является поводом заблуждений инвесторов относительно экономической и юридической природы ПФИ, в частности внебиржевых ПФИ. Недобросовестные профессиональные участники предлагают ПФИ в качестве ценных бумаг, не информируя клиентов об отсутствии возможности судебной защиты по внебиржевым ПФИ<sup>26</sup>.

Таким образом, можно выделить следующие проблемы, связанные с категоризацией инвесторов:

– отсутствие официальной статистики относительно квалифицированных инвесторов

(кроме статистики рынка коллективных инвестиций) затрудняет определение роли квалифицированных и неквалифицированных инвесторов на рынке ценных бумаг;

– введение новых правил категоризации инвесторов приведет к тому, что спекулятивные сделки с финансовыми инструментами будут доступны только квалифицированным инвесторам, кроме того, неквалифицированные инвесторы будут вынуждены уйти с рынка ПФИ;

– введение тестирования неквалифицированных инвесторов как способа допуска на рынок ценных бумаг и снижения инвестиционных рисков физических лиц входит в противоречие с целями развития отечественного рынка ценных бумаг как значимого механизма финансирования эмитентов;

– содержание защиты неквалифицированных инвесторов продекларировано на уровне Базовых стандартов СРО, но не раскрыто, следовательно, не определены области защиты и защитные механизмы;

– нерешенной проблемой остается участие неквалифицированных инвесторов в размещении ценных бумаг непубличными акционерными обществами, в частности при учреждении таких акционерных обществ.

Опираясь на цели и задачи ИОСКО в сфере регулирования рынков ценных бумаг<sup>27</sup> и на основе проведенного анализа, удалось выделить области и инструменты защиты интересов и прав инвесторов (табл. 4).

Представляется, что выделение областей и инструментов защиты инвесторов необходимо далее конкретизировать для разработки механизма перехода инвесторов из одной категории в другую. Одновременно требуется дополнительная проработка критериев категоризации инвесторов – физических лиц и шкалирование условий допуска инвесторов к определенным финансовым инструментам и сделкам. При этом сама категоризация должна охватывать все финансовые рынки. Это вызвано тем, что в настоящее время законодательно закрепленные нормы не распространяются на кредитные организации, которые могут предлагать (навязывать) клиентам рискованные ценные бумаги (например, собственные векселя) и сложные высокорискованные структурные продукты (например, инвестиционное страхование жизни) в дополнение к традиционным банковским продуктам. В связи с развитием экосистем кредитных организаций грань ме-

жду депозитными и инвестиционными продуктами размывается. Для инвесторов нужны дополнительные маркеры, сигнализирующие о высокой степени риска предлагаемых им финансовых инструментов, что согласуется с сиг-

нальной теорией М. Спенса. В связи с активным использованием эмодиконов, представляется перспективной разработка специальных сигналов в области финансовых рынков.

Таблица 4. Области защиты интересов и прав инвесторов на рынке ценных бумаг

Table 4. Areas of protection of investors' interests in the securities market

<i>Цели регулирования рынков ценных бумаг (ИОСКО)</i>	<i>Область защиты интересов и прав инвесторов на рынке ценных бумаг</i>	<i>Риски инвесторов</i>	<i>Инструменты защиты</i>
Защита инвесторов	Выбор финансового инструмента	Риск неправильного выбора финансового инструмента	Базовые стандарты защиты интересов неквалифицированных инвесторов с описанием области защиты, механизмов и инструментов защиты
		Риски потери дохода	Паспорт (ключевой информационный документ) финансовой или инвестиционной услуги, финансового или инвестиционного продукта
		Риск ликвидности	Запрет использования высокорискованных финансовых инструментов для неквалифицированных инвесторов
	Обеспечение права собственности на финансовые инструменты	Риск утраты ценных бумаг (хищение, подделка передаточных документов)	Технология блокчейн ведения реестров, выпуск цифровых ценных бумаг
	Сделки с финансовыми инструментами	Риск «коротких» сделок	Запрет «коротких» сделок для неквалифицированных инвесторов
	Защита от мисселинга	Риск навязывания финансовых продуктов и услуг	– Поощрение мегарегулятором практики социальной ответственности профессиональных участников рынка ценных бумаг; – введение в методику поведенческого надзора показателей социальной ответственности профессиональных участников рынка ценных бумаг и кредитных организаций; – обязательное применение правила «китайской стены» в кредитных организациях, оказывающих услуги, связанные с ценными бумагами и ПФИ
Обеспечение справедливости, эффективности и прозрачности рынков	Раскрытие информации эмитентами и профессиональными субъектами финансовых рынков	Риск необоснованных финансовых и инвестиционных решений	– Паспорт (ключевой информационный документ) финансовой или инвестиционной услуги, финансового или инвестиционного продукта; – отдельное раскрытие информации для квалифицированных и неквалифицированных инвесторов; – стандарты раскрытия информации операторами финансовых и инвестиционных платформ, кредитными организациями; – ограничения на рекламу высокорискованных финансовых продуктов и услуг, предназначенную незащищенным слоям населения

Окончание табл. 4  
The end of Table 4

Цели регулирования рынков ценных бумаг (ИОСКО)	Область защиты интересов и прав инвесторов на рынке ценных бумаг	Риски инвесторов	Инструменты защиты
Снижение системного риска	Неправомерные действия профессиональных субъектов финансовых рынков	Риск выбора нелегитимного профессионального субъекта	– Маркировка сайтов лицензированных профессиональных субъектов финансовых рынков, оказывающих финансовые и инвестиционные услуги; – введение в методику поведенческого надзора показателей социальной ответственности профессиональных участников рынка ценных бумаг и кредитных организаций
		Риск ненадлежащего исполнения или отказ от исполнения обязательств профессиональным субъектом	Компенсация упущенной выгоды
		Риск возникновения конфликта интересов, приводящего к убыткам инвестора	Компенсация упущенной выгоды

Выявленные области защиты интересов и прав инвесторов на рынке ценных бумаг сопряжены с конкретными рисками. Полагаем, что логическая цепочка «область защиты – вид риска – инструменты защиты» определяет ориентиры разработки Базовых стандартов защиты интересов неквалифицированных инвесторов: неквалифицированный и квалифицированный инвесторы должны понимать, от чего и как защищает их государство, какие преимущества и недостатки в защите дает соответствующая категория (статус) инвестора.

**5. Заключение.** Проведенное исследование показало, что для категоризации инвесторов на рынке ценных бумаг в целях снижения рисков неквалифицированных инвесторов и защиты их интересов и развития ее инструментария требуется системный подход, на основе которого должны быть определены и обоснованы не только количественные и качественные признаки отнесения инвестора к определенной категории, но и содержание областей и инструментов защиты инвесторов на РЦБ. Основными принципами категоризации инвесторов должны стать системность защиты интересов инвесторов всех категорий; сочетание интересов института категоризации инвесторов и интересов государства в развитии рынка ценных бумаг и привлечения на рынок массового

розничного инвестора; социальная ответственность профессиональных субъектов финансового рынка; охват одинаковыми правилами наряду с профессиональными субъектами рынка ценных бумаг кредитных организаций и участников страхового рынка; применение цифровых технологий для снижения рисков инвесторов.

Регулирование рынка ценных бумаг предполагает наличие адекватного инструментария, которым регулирующие органы воздействуют на регулируемый компонент в процессе достижения поставленных целей. Поэтому мегарегулятору необходимо четко определять цели и задачи развития не только отдельных видов финансовых рынков, но и всей совокупности финансовых рынков как перераспределительной системы в экономике. Кроме того, следует учитывать особенности российского рынка ценных бумаг, в частности его региональную неразвитость. Особое внимание следует уделить развитию инструментов сдерживания и предупреждения, а также унифицировать инструменты оценки квалификации персонала для всех видов финансовых рынков.

#### Примечания

<sup>1</sup> Минфин России: офиц. сайт. URL: [https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id\\_4=37062-indeks\\_finansovoi\\_gramotnosti\\_rossiyan\\_vyros\\_v\\_2019\\_godu](https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=37062-indeks_finansovoi_gramotnosti_rossiyan_vyros_v_2019_godu).

<sup>2</sup> Good Practices for Financial Consumer. Protection 2017 / The World Bank Group. P. 136–137. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/28996/122011-PUBLIC-GoodPractices-WebFinal.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.

<sup>3</sup> Федеральный закон от 31 июля 2020 г. № 306-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

<sup>4</sup> Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов // Банк России: офиц. сайт. С. 20–21. URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/71220/main\\_directions.pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/71220/main_directions.pdf).

<sup>5</sup> Рассчитано по: Защита прав потребителей в Российской Федерации в 2018 году: Государственный доклад // Роспотребнадзор: офиц. сайт. С. 323. URL: <http://50.rospotrebnadzor.ru/documents/10156/d0d13e8e-a70d-4359-b5b0-8a72bf7164bf>.

<sup>6</sup> Тенденции рынка ПИФ Банк России. 2020 // Банк России: офиц. сайт. С. 2–4. URL: [http://www.cbr.ru/collection/collection/file/29139/pif\\_market\\_trends\\_2020-q2.pdf](http://www.cbr.ru/collection/collection/file/29139/pif_market_trends_2020-q2.pdf).

<sup>7</sup> Там же. С. 5.

<sup>8</sup> Рассчитано по: Статистические данные к обзору ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг за 1 кв. 2020 года // Банк России: офиц. сайт. URL: [https://cbr.ru/securities\\_market/statistic/](https://cbr.ru/securities_market/statistic/).

<sup>9</sup> Аналитическая справка об индикаторах финансовой доступности за 2019 год (по результатам замера 2020 года) // Банк России: офиц. сайт. С. 9. URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/108660/acc\\_indicators\\_2019.pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/108660/acc_indicators_2019.pdf); Индивидуальные инвестиционные счета: аналит. обзор за 2015 год // Банк России: офиц. сайт. С. 4–5. URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/87530/review\\_160516.pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/87530/review_160516.pdf); Статистические данные к обзору ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг за 1 кв. 2020 года.

<sup>10</sup> Статистические данные к обзору ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг за 1 кв. 2020 года.

<sup>11</sup> Индивидуальные инвестиционные счета. С. 7.

<sup>12</sup> Статистические данные к обзору ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг за 1 кв. 2020 года.

<sup>13</sup> Московская биржа. Квалифицированным инвесторам // Московская биржа: офиц. сайт. URL:

[https://www.moex.com/s150?utm\\_source=www.moex.com&utm\\_term=%D0%BA%D0%B2%D0%B0%D0%B%D0%B8%D1%84%D0%B8%D1%86%D0%B8%D1%80%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%BD%D1%8B%D0%B5%20%D0%B8%D0%BD%D0%B2%D0%B5%D1%81%D1%82%D0%BE%D1%80%D1%8B](https://www.moex.com/s150?utm_source=www.moex.com&utm_term=%D0%BA%D0%B2%D0%B0%D0%B%D0%B8%D1%84%D0%B8%D1%86%D0%B8%D1%80%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%BD%D1%8B%D0%B5%20%D0%B8%D0%BD%D0%B2%D0%B5%D1%81%D1%82%D0%BE%D1%80%D1%8B).

<sup>14</sup> Отчет об устойчивом развитии ПАО Московская Биржа за 2019 // Московская биржа: офиц. сайт. С. 31. URL: <https://www.moex.com/s1346>.

<sup>15</sup> URL: <http://www.finmarket.ru/news/5169153>.

<sup>16</sup> Отчет об устойчивом развитии ПАО Московская Биржа за 2019. С. 11.

<sup>17</sup> См. ст. 5, 7 Федерального закона от 2 авг. 2019 г. № 259-ФЗ (ред. от 20 июля 2020 г.) «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

<sup>18</sup> О состоянии защиты прав потребителей в финансовой сфере в 2018 году: докл. Роспотребнадзора / М-во финансов Рос. Федерации // Роспотребнадзор: офиц. сайт. С. 88. URL: <https://www.rospotrebnadzor.ru/upload/iblock/fb8/doklad-o-sostoyanii-zashchity-prav-potrebiteley-v-finansovoy-sfere-v-2018-godu.pdf>.

<sup>19</sup> Защита прав потребителей в Российской Федерации в 2018 году: гос. докл. // Роспотребнадзор: офиц. сайт. С. 68. URL: <http://50.rospotrebnadzor.ru/documents/10156/d0d13e8e-a70d-4359-b5b0-8a72bf7164bf>.

<sup>20</sup> Обзор состояния финансовой доступности в Российской Федерации в 2018 год // Банк России: офиц. сайт. С. 50. URL: [https://cbr.ru/Collection/Collection/File/25684/review\\_24122019.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/25684/review_24122019.pdf).

<sup>21</sup> Там же. С. 55.

<sup>22</sup> Концепция противодействия недобросовестным действиям на финансовом рынке // Банк России: офиц. сайт. URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/48603/concept\\_countersing\\_unfair\\_actions.pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/48603/concept_countersing_unfair_actions.pdf).

<sup>23</sup> Обзор неприемлемых практик и рекомендаций Банка России // Банк России: офиц. сайт. С. 3. URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/112216/ObzNepPractic\\_20200821.pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/112216/ObzNepPractic_20200821.pdf).

<sup>24</sup> Концепция противодействия недобросовестным действиям на финансовом рынке. С. 18–19.

<sup>25</sup> Там же. С. 20.

<sup>26</sup> Обзор неприемлемых практик и рекомендаций Банка России. С. 7.

<sup>27</sup> URL: [https://www.iosco.org/about/?subsection=key\\_regulatory\\_standards](https://www.iosco.org/about/?subsection=key_regulatory_standards).

### Литература

1. Шарп У. Ф., Александер Дж., Бэйли Дж. В. Инвестиции. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 1028 с.
2. Davis E. Ph., Steil B. Institutional Investors. – MIT Press, 2001. – 524 p.
3. Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М. : Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.
4. Абрамов А. Е. Институциональные инвесторы в мире: особенности деятельности и политика развития : в 2 кн. – М. : Дело, 2014. – Кн. 1. – 544 с.
5. Дорохов Е. В. Статистическое исследование деятельности институциональных инвесторов на фондовом рынке // Финансы и бизнес. – 2010. – № 2. – С. 50–76.
6. Колб Р. В., Родригес Р. Дж. Финансовые институты и рынки. – М. : Дело и сервис, 2003. – 687 с.

7. *Garg Atin, Chawla K. A.* Study of Trend Analysis and Relationship Between Foreign Institutional Investors (FIIs) & Domestic Institutional Investors (DIIs) // Conference IMTC 2015, At Jalandhar Punjab. – May 2015. – № 2. – DOI: 10.13140/RG.2.1.4051.5688.
8. *Kahneman D., Tversky A.* Prospect theory: An analysis of decision under Risk // *Econometrica*. – 1979. – Vol. 47. – P. 263–292. – DOI: 10.2307/1914185.
9. *La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.* Investor Protection and Corporate Governance // *Journal of Financial Economics*. – 2000. – № 58. – P. 3–27.
10. *Chunpeng Yang, Huihui Wu.* Investor Sentiment with Information Shock in the Stock Market // *Emerging Markets Finance and Trade*. – April, 2019. – DOI: 10.1080/1540496X.2019.1593136.
11. *Nirvana Bechan.* Contextualisation of the function of investor relations from an institutional and private investor perspective // *Communicatio*. – 2011. – Vol. 37, iss. 1. – P. 137–154. – DOI: 10.1080/02500167.2011.556092.
12. *Karam Kim, Doojin Ryu, Heejin Yang.* Investor sentiment, stock returns, and analyst recommendation changes: The KOSPI stock market // *Investment Analysts Journal*. – 2019. – Vol. 48, iss. 2. – P. 89–101. – DOI: 10.1080/10293523.2019.1614758.
13. *Kenta Funaoka, Yusaku Nishimura.* Private Information, Investor Sentiment, and IPO Pricing: Which Institutional Investors Are Better Informed? // *Emerging Markets Finance and Trade*. – 2019. – Vol. 55, iss. 8. – P. 1722–1736. – DOI: 10.1080/1540496X.2018.1484355.
14. *Brown D., Brown Z. E.* The Relationship Between Investor Attachment Style and Financial Advisor Loyalty // *Journal of Behavioral Finance*. – 2008. – Vol. 9, iss. 4. – P. 232–239. – DOI: 10.1080/15427560802540100.
15. *Hua Cheng, Rui Guo.* Risk Preference of the Investors and the Risk of Peer-to-Peer Lending Platform // *Emerging Markets Finance and Trade*. – 2020. – Vol. 56, iss. 7. – P. 1520–1531. – DOI: 10.1080/1540496X.2019.1574223.
16. *Chune Young Chung, Dongnyoung Kim, Junyoup Lee.* Do Institutional Investors Improve Corporate Governance Quality? Evidence From the Blockholdings of the Korean National Pension Service // *Global Economic Review*. – 2020. – DOI: 10.1080/1226508X.2020.1798268.
17. *Yu-Fen Chen, Chih-Yung Wang, Fu-Lai Lin.* Do Qualified Foreign Institutional Investors Herd in Taiwan's Securities Market? // *Emerging Markets Finance and Trade*. – 2008. – Vol. 44, iss. 4. – P. 62–74. – DOI: 10.2753/REE1540-496X440405.
18. *Мецгер А. А.* Модели корпоративного управления в инвестиционных фондах и требования к структуре их активов // *Известия Уральского государственного экономического университета*. – 2017. – № 3 (71). – С. 53–65.
19. *Экономика инвестиционных фондов / под общ. ред. А. Д. Радыгина.* – М. : Дело, 2015. – 720 с.
20. *Полтавский А. А.* Развитие института квалифицированных инвесторов в рамках российского рынка коллективных инвестиций // *Финансовые исследования*. – 2017. – № 1 (54). – С. 179–183.
21. *Львова С. В.* Квалифицированный инвестор: опыт, реальность и перспективы : моногр. – М. : Юстицинформ, 2020. – 124 с.
22. *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.
23. *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.
24. *Данилов Ю. А.* Мировой опыт создания компенсационных фондов // *Экономическое развитие России*. – 2019. – № 3. – С. 34–44.
25. *Миркин Я. М., Хестанов С. А., Андрющенко А. О., Волкова А. Д.* Массовое поведение розничных инвесторов // *Финансы: теория и практика*. – 2015. – № 3 (87). – С. 100–106.

26. Яцковский М. М. Розничный инвестор на российском рынке ценных бумаг // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. – 2015. – № 8-1. – С. 262–264.
27. Жилюк Д. А., Скороход А. Ю. Категоризация частных инвесторов: новые риски и возможности // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2020. – № 4 (124). – С. 42–47.
28. 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.
29. Williamson O. E. Outsourcing: Transaction Cost Economics and Supply Chain Management // Journal of Supply Chain Management. – 2010. – Vol. 44, no. 2. – P. 5–16. – DOI: 10.1111/j.1745-493X.2008.00051.x.
30. Алехин Б. И. Рынок ценных бумаг. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 461 с.
31. Горловская И. Г., Иванова Л. Н., Торопыно Н. В. Квалифицированные инвесторы: понятие и сущность // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». – 2012. – № 3. – С. 161–166.

### References

1. Sharpe W.F., Alexander G.J., Bailey J.V. *Investments*. Moscow, INFRA-M publ., 2014. 1028 p. (in Russian).
2. Davis E.Ph., Steil B. *Institutional Investors*. MIT Press, 2001. 524 p.
3. Mirkin Ya.M. *Rynok tsennykh bumag: vozdeistvie fundamental'nykh faktorov, prognoz i politika razvitiya* [Securities market: the impact of fundamental factors, forecast and development policy]. Moscow, Alpina publ., 2002. 624 p. (in Russian).
4. Abramov A.E. *Institutsional'nye investory v mire: osobennosti deyatel'nosti i politika razvitiya* [Institutional Investors in the World: Peculiarities of Activity and Development Policy], in 2 books. Moscow, Delo publ., 2014. Bk. 1. 544 p. (in Russian).
5. Dorokhov E.V. Statisticheskoe issledovanie deyatel'nosti institutsional'nykh investorov na fondovom rynke [Statistical study of the activities of institutional investors in the stock market]. *Finansy i biznes*, 2010, no. 2, pp. 50-76. (in Russian).
6. Kolb R.W., Rodriguez R.J. *Financial institutions and markets*. Moscow, Delo i servis publ., 2003. 687 p. (in Russian).
7. Garg Atin, Chawla K.A. A Study of Trend Analysis and Relationship Between Foreign Institutional Investors (FIIs) & Domestic Institutional Investors (DIIs), in: *Conference IMTC 2015*, At Jalandhar Punjab, May 2015, No. 2. DOI: 10.13140/RG.2.1.4051.5688.
8. Kahneman D., Tversky A. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 1979, Vol. 47, pp. 263-292. DOI: 10.2307/1914185.
9. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 2000, no. 58, pp. 3-27.
10. Chunpeng Yang, Huihui Wu. Investor Sentiment with Information Shock in the Stock Market. *Emerging Markets Finance and Trade*, April, 2019. DOI: 10.1080/1540496X.2019.1593136.
11. Nirvana Bechan. Contextualisation of the function of investor relations from an institutional and private investor perspective. *Communicatio*, 2011, Vol. 37, iss. 1, pp. 137-154. DOI: 10.1080/02500167.2011.556092.
12. Karam Kim, Doojin Ryu, Heejin Yang. Investor sentiment, stock returns, and analyst recommendation changes: The KOSPI stock market. *Investment Analysts Journal*, 2019, Vol. 48, iss. 2, pp. 89-101. DOI: 10.1080/10293523.2019.1614758.
13. Kenta Funaoka, Yusaku Nishimura. Private Information, Investor Sentiment, and IPO Pricing: Which Institutional Investors Are Better Informed? *Emerging Markets Finance and Trade*, 2019, Vol. 55, iss. 8, pp. 1722-1736. DOI: 10.1080/1540496X.2018.1484355.
14. Brown D., Brown Z.E. The Relationship Between Investor Attachment Style and Financial Advisor Loyalty. *Journal of Behavioral Finance*, 2008, Vol. 9, iss. 4, pp. 232-239. DOI: 10.1080/15427560802540100.

15. Hua Cheng, Rui Guo. Risk Preference of the Investors and the Risk of Peer-to-Peer Lending Platform. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2020, Vol. 56, iss. 7, pp. 1520-1531. DOI: 10.1080/1540496X.2019.1574223.

16. Chune Young Chung, Dongnyoung Kim, Junyoun Lee. Do Institutional Investors Improve Corporate Governance Quality? Evidence From the Blockholdings of the Korean National Pension Service. *Global Economic Review*, 2020. DOI: 10.1080/1226508X.2020.1798268.

17. Yu-Fen Chen, Chih-Yung Wang, Fu-Lai Lin. Do Qualified Foreign Institutional Investors Herd in Taiwan's Securities Market? *Emerging Markets Finance and Trade*, 2008, Vol. 44, iss. 4, pp. 62-74. DOI: 10.2753/REE1540-496X440405.

18. Metsger A.A. Modeli korporativnogo upravleniya v investitsionnykh fondakh i trebovaniya k strukture ikh aktivov [Corporate governance models in investment funds and requirements for the structure of their assets]. *Izvestiya Ural'skogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta*, 2017, no. 3 (71), pp. 53-65. (in Russian).

19. Radygin A.D. (ed.) *Ekonomika investitsionnykh fondov [Investment fund economics]*. Moscow, Delo publ., 2015. 720 p. (in Russian).

20. Poltavskii A.A. Razvitie instituta kvalifitsirovannykh investorov v ramkakh rossiiskogo rynka kolektivnykh investitsii [Development of the institution of qualified investors within the Russian collective investment market]. *Finansovye issledovaniya*, 2017, no. 1 (54), pp. 179-183. (in Russian).

21. L'vova S.V. *Kvalifitsirovannyi investor: opyt, real'nost' i perspektivy [Qualified Investor: Experience, Reality and Prospects]*, Monograph. Moscow, Yustitsinform publ., 2020. 124 p. (in Russian).

22. Boldyreva N.B., Reshetnikova L.G. Obnovlenie rossiiskoi modeli kvalifikatsii investorov v usloviyakh modernizatsii ekonomiki strany [Updating the Russian model of investor qualifications in the context of modernizing the country's economy], in: Silin Ya.P., Ivanitskii V.P. (eds.) *Ekonomicheskoe, sotsial'noe i dukhovnoe obnovlenie kak osnova novoi industrializatsii Rossii*, collection of scientific works of 5th Ural scientific readings, Yekaterinburg, USUE publ., 2017, pp. 149-156. (in Russian).

23. Zemtsov A.A., Tsibul'nikova V.Yu. O zashchite prav roznichnykh investorov v segmente rossiiskogo rynka tsennykh bumag [On the protection of the rights of retail investors in the segment of the Russian securities market]. *Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika*, 2016, no. 3 (35), pp. 107-123. (in Russian).

24. Danilov Yu.A. Mirovoi opyt sozdaniya kompensatsionnykh fondov [World experience in creating compensation funds]. *Ekonomicheskoe razvitie Rossii*, 2019, no. 3, pp. 34-44. (in Russian).

25. Mirkin Ya.M., Khestanov S.A., Andryushchenko A.O., Volkova A.D. Massovoe povedenie roznichnykh investorov [Massive retail investor behavior]. *Finansy: teoriya i praktika*, 2015, no. 3 (87), pp. 100-106. (in Russian).

26. Yatskovskii M.M. Roznichnyi investor na rossiiskom rynke tsennykh bumag [Retail investor in the Russian securities market]. *Aktual'nye problemy gumanitarnykh i estestvennykh nauk*, 2015, no. 8-1, pp. 262-264. (in Russian).

27. Zhilyuk D.A., Skorokhod A.Yu. Kategorizatsiya chastnykh investorov: novye riski i vozmozhnosti [Categorization of private investors: new risks and opportunities]. *Izvestiya Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta*, 2020, no. 4 (124), pp. 42-47. (in Russian).

28. Morozova N.E., Al'-Zgul' S.H. Sovershenstvovanie mekhanizma zashchity chastnykh investorov na finansovom rynke RF [Improving the mechanism for protecting private investors in the financial market of the Russian Federation]. *Mezhdunarodnyi nauchno-issledovatel'skii zhurnal*, 2017, no. 4-3 (58), pp. 100-104. (in Russian).

29. Williamson O.E. Outsourcing: Transaction Cost Economics and Supply Chain Management. *Journal of Supply Chain Management*, 2010, Vol. 44, iss. 2, pp. 5-16. DOI: 10.1111/j.1745-493X.2008.00051.x.

30. Alekhin B.I. *Rynok tsennykh bumag [Stocks and bonds market]*. Moscow, YuNITI-DANA publ., 2004. 461 p. (in Russian).

31. Gorlovskaya I.G., Ivanova L.N., Toropyno N.V. Kvalifitsirovannye investory: ponyatie i sushchnost' [Qualified investors: concept and essence]. *Herald of Omsk University. Series "Economics"*, 2012, no. 3, pp. 161-166. (in Russian).



**Сведения об авторе**

**Горловская Ирина Георгиевна** – д-р экон. наук, доцент, профессор кафедры экономики и финансовой политики

Адрес для корреспонденции: 644077, Россия, Омск, пр. Мира, 55а

E-mail: [gig99@rambler.ru](mailto:gig99@rambler.ru)

ORCID: 0000-0002-1639-0870

РИНЦ AuthorID: 301572

**About the author**

**Irina G. Gorlovskaya** – Doctor of Economic Sciences, Associate Professor, Professor of the Department of Economics and Financial Policy

Postal address: 55a, Mira pr., Omsk, 644077, Russia

E-mail: [gig99@rambler.ru](mailto:gig99@rambler.ru)

ORCID: 0000-0002-1639-0870

RSCI AuthorID: 301572

**Для цитирования**

Горловская И. Г. Финансовая политика в отношении категоризации инвесторов – физических лиц в России и области защиты их интересов // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». – 2020. – Т. 18, № 4. – С. 19–35. – DOI: 10.24147/1812-3988.2020.18(4).19-35.

**For citations**

Gorlovskaya I.G. Financial policy regarding the categorization of individual investors in Russia and the area of protecting their interests. *Herald of Omsk University. Series "Economics"*, 2020, Vol. 18, no. 4, pp. 19-35. DOI: 10.24147/1812-3988.2020.18(4).19-35. (in Russian).