

## Теоретические проблемы развития банковского права



**Александр  
Александрович  
ВИШНЕВСКИЙ,**

профессор Департамента  
частного права  
Национального  
исследовательского  
университета «Высшая  
школа экономики»,  
доктор юридических наук  
**aavishnevsky@hse.ru**  
109028, Россия,  
г. Москва, Большой  
Трёхсвятительский пер.,  
д. 3

### Структура правового института защиты розничного инвестора

**Аннотация.** Настоящая статья представляет собой попытку обозначить структурный подход к защите розничного инвестора. Структурность в понимании автора прежде всего должна учитывать роль рынка розничного инвестирования в финансовой системе государства, его рисковый характер, в том числе потенциально рисковые последствия, которые он может создать для государства, вследствие чего публичный интерес государства имеет «косвенный» характер, а защита инвестора предстает как справедливое перераспределение рисков на рынке розничного инвестирования. Предложены четыре основных направления решения этой задачи.

**Ключевые слова:** защита розничного инвестора, частный и публичный интерес на рынке розничного инвестирования, справедливое перераспределение рисков на рынке розничного инвестирования.

**DOI: 10.17803/2311-5998.2024.121.9.040-048**

**Alexander A. VISHNEVSKIY,**

Professor of the Department of Private Law, National Research University  
“Higher School of Economics”, Dr. Sci. (Law)

**aavishnevsky@hse.ru**

3, Bolshoy Trekhsvyatitskiy per., Moscow, Russia, 109028

### The Structure of the Legal Institute of the Protection of the Retail Investor

**Abstract.** The article is an attempt of a structural approach to the protection of the retail investor. “Structural” in this contest includes the necessity to take into consideration the role of the retail investment market in the financial system of the state, the risky nature of this market, including the potential risky consequences which it can create for the state, therefore the public interest of the state is of “indirect” nature and the “investor protection” is likely to be understood as the fair redistribution of the risks on the retail investment market. The article suggests the four main areas where the relevant measures are to be undertaken.

**Keywords:** retail investor protection, private and public interests on the retail investment market, fair redistribution of the risks on the retail investment market.

Вопрос о защите розничного инвестора имеет уже достаточно длительную историю в российском законодательстве и юридической литературе, но в последнее время он снова привлек внимание, в том числе в связи с появившимися и обсуждаемыми идеями об очередной волне приватизации. Как отметил заместитель министра финансов РФ А. Моисеев, необходимо «сформировать рынок и активного розничного инвестора», чтобы не повторилась история с приватизацией 1990-х гг.<sup>1</sup>

Очевидно, что сформировать активного розничного инвестора без адекватной защиты его интересов невозможно. Настоящая статья — наша скромная и, вполне возможно, дискуссионная попытка найти оптимальное направление такой защиты с учетом как характеристик розничного инвестора vis-a-vis профессиональные участники рынка, так и с учетом характеристик рынка розничного инвестирования в финансовой системе государства в целом. Такой подход основан на понимании того, что «правильный» путь защиты частного интереса розничного инвестора возможен только с учетом специфики публичного интереса государства в отношении рынка розничного инвестирования.

Пожалуй, основным «препятствием» на пути защиты розничного инвестора является его общепризнанный «предпринимательский статус». Действительно, если исходить из признаков предпринимательской деятельности, как они перечислены в ст. 2 ГК РФ, то розничный инвестор им вполне соответствует, поскольку:

- действует самостоятельно;
- деятельность его, несомненно, носит рисковый характер, поскольку может повлечь и убытки вплоть до потери всех инвестированных средств;
- деятельность очевидно направлена на получение прибыли (дохода), в подавляющем большинстве случаев на ее систематическое получение.

В силу этих признаков действительно сложно допустить для инвестора защиту, сравнимую с защитой потребителя.

Однако простота этого подхода обнаруживает свою неоднозначность и недостаточность из-за сравнения розничного инвестора с вкладчиком (физическим лицом). Предоставление «потребительской» защиты вкладчику сейчас уже ни у кого не вызывает сомнений, но его сравнение с розничным инвестором показывает, что с точки зрения перечисленных выше признаков предпринимательской деятельности они мало чем отличаются. Действительно, вкладчик тоже действует самостоятельно (трудовой или иной договор его не могут обязать к этому), тоже на свой риск (хотя благодаря страхованию вкладов этот риск значительно снижается, но все равно присутствует), наконец, банковский вклад тоже является средством получения прибыли (дохода), при этом ничто не мешает физическому лицу получать его систематически — все зависит от объема доступных ему денежных средств и количества открытых банковских вкладов.

Интересно, что суды, сравнивая «потребительский» и «непотребительский» статусы вкладчика и инвестора используют в качестве основного критерия *цель*,

<sup>1</sup> Минфин заявил о необходимости большой приватизации в России // URL: [https://finance.mail.ru/2023-05-11/minfin-zayavil-o-neobhodimosti-bolshoy-privatizacii-v-rossii-56172689/?frommail=1&utm\\_partner\\_id=735](https://finance.mail.ru/2023-05-11/minfin-zayavil-o-neobhodimosti-bolshoy-privatizacii-v-rossii-56172689/?frommail=1&utm_partner_id=735).



с которой физическое лицо ведет деятельность<sup>2</sup>, что является крайне неудачным подходом, поскольку цель получения дохода характерна для обоих, а для каких целей используется полученный доход, невозможно отследить в рамках собственно депозитной или инвестиционной сделки — ничто не мешает вкладчику использовать полученные по вкладу проценты в предпринимательских целях, равно как и ничто не мешает инвестору использовать полученные инвестиционный доход на благотворительность или сугубо личные цели, не связанные с осуществлением предпринимательской деятельности<sup>3</sup>.

Попробуем посмотреть на вопрос о разнице между вкладчиком и инвестором с учетом давно признанной в доктрине информационной диспропорции в отношениях между потребителем и профессиональной стороной сделки<sup>4</sup>.

Суть информационной диспропорции состоит в том, что потребитель по общему правилу гораздо менее проинформирован о финансовом продукте, чем финансовая организация, которая такой продукт предоставляет. Это может иметь место либо вследствие непредоставления потребителю соответствующей информации, либо потому, что эта информация была неполной, или неточной, или иным образом неправильной. Но более того — информационная диспропорция может иметь место потому, что в силу объективных (подчеркнем: именно объективных) причин, несмотря на предоставление всей необходимой информации, потребитель недостаточно осведомлен о продукте. Такое, например, может иметь место в силу сложности финансового продукта, и было бы неразумно ожидать от каждого потребителя, не имеющего соответствующего образования и опыта, четкого, если угодно — профессионального, его понимания.

С точки зрения информационной диспропорции окажется, что розничный инвестор находится в худшем положении, чем вкладчик — физическое лицо. Действительно, банковский вклад — простой для восприятия сознанием потребителя продукт, каждый средний разумный потребитель понимает, что банковский вклад означает передачу денежных средств банку на определенный срок или до востребования с обязательством банка выплатить эту сумму плюс проценты, причем такое обязательство банка зафиксировано в четких цифрах и не зависит от цены каких-то финансовых продуктов и иных подобных факторов и обстоятельств.

Но этого не скажешь об инвестиционных продуктах — они гораздо сложнее, и в силу этого объективного обстоятельства розничный инвестор гораздо менее о них осведомлен, причем проинформировать должным образом о такого рода продуктах человека без соответствующего образования и опыта может оказаться непростой задачей для финансовой организации.

<sup>2</sup> Определение Судебной коллегии по гражданским делам Верховного Суда РФ от 25.07.2017 № 18 КГ17-81.

<sup>3</sup> О других основаниях неправильности отнесения действий розничного инвестора к предпринимательской деятельности см. также: Курбатов А. Я. Защита прав потребителей финансовых услуг. М. : Юстицинформ, 2023. Гл. 1, пар. 3.3 «Спорные вопросы определения сферы действия законодательства о защите прав потребителей финансовых услуг».

<sup>4</sup> Защита прав потребителей финансовых услуг. М. : Норма, 2010.

Более того, позволим себе такое высказывание: там, где сложнее проинформировать, там и легче дезинформировать, и даже легче **манипулировать** восприятием клиента. Мы здесь не погрешим против истины, поскольку известны случаи, когда сотрудники банков в телефонных разговорах **убеждали** вкладчиков забрать свои вклады и разместить свои средства в «более доходные» инвестиционные продукты<sup>5</sup>.

Получается парадоксальная ситуация: с точки зрения информационной диспропорции розничный инвестор оказывается в более сложной ситуации, чем «обычный» потребитель финансовых услуг — вкладчик, но тем не менее в отличие от вкладчика он не может рассчитывать на «потребительскую» защиту. Попытки решить вопросы в судебном порядке не возымели успеха, поскольку подход судов очень формален: инвестор был ознакомлен с декларацией о рисках, подписал соответствующие документы, будучи проинформированным, следовательно, принял на себя эти риски и не вправе требовать что-либо от финансовой организации.

Но мы говорим об этом вовсе не для того, чтобы подчеркнуть «вопиющую несправедливость», а для того, чтобы попытаться вскрыть истоки такой — **объективно справедливой (!)** — ситуации, поскольку именно на таком пути, по нашему мнению, следует искать решение вопроса.

Проясним суть нашего высказывания об «объективной справедливости» такой внешне несправедливой ситуации.

Методологической отправной точной в наших рассуждениях является следующее: вкладчика и розничного инвестора бесполезно сравнивать исключительно по их субъектным характеристикам, иначе мы будем бесконечно возвращаться в череду абсолютно верных и абсолютно практически бесполезных высказываний о том, что они ничем не отличаются друг от друга, но при этом один располагает потребительской защитой, а другой таковой не располагает. Вкладчика и розничного инвестора нужно сравнивать в ином разрезе — в разрезе продукта: банковский вклад *versus* инвестиционный продукт, но при этом не в смысле собственно гражданско-правового содержания этих продуктов, а в свете той роли, которую соответствующие продукты играют в финансовой системе в целом. Именно учет этой различной роли сможет подсказать направление правильной защиты розничного инвестора.

Итак, какую роль играет банковский вклад, с одной стороны, и инвестиционный продукт, с другой стороны, в финансовой системе?

Банковский вклад, как, впрочем, и банковский счет, призван стимулировать население не держать деньги дома, но размещать их на банковских счетах (вкладах). Элементарная экономика говорит о том, что хранение денег не в банковской системе и, как следствие, недостаток количества денег в системе оборачивается проблемами для государства, и, если это доходит до неприемлемого уровня, становится неизбежной денежная реформа, что, кстати и явилось одной из причин денежных реформ 1947 и 1961 гг. С целью простимулировать размещение денежных средств на счетах и во вкладах существуют системы страхования вкладов,

<sup>5</sup> См., например: Селивановский А. С. Розничный инвестор мало чем отличается от потребителей банковских продуктов, но защищен гораздо хуже них // Закон. 2021. № 10. С. 9.



при этом показательно, что страхование покрывает не только собственно вклады в строгом смысле этого слова, но и средства, размещенные на текущих банковских счетах, т.е. речь идет о стимулировании размещения в банковской системе (а не хранения дома) денежных средств вообще, будет это вклад или счет — вопрос для системы вторичный.

При этом интересна цель, с которой современные системы страхования вкладов ограничивают размер страхового возмещения: цель состоит в том, чтобы не поощрять риски в банковской системе. Действительно, если бы лимит страхования не был установлен, это стимулировало бы вкладчиков хранить деньги в тех банках, которые предлагали бы более высокий процент, что, вероятнее всего, означало бы, что такие банки вовлечены в потенциально более высокодоходные, но тем самым и более рискованные операции.

Итак, задача банковского вклада (счета) в банковской системе состоит в том, чтобы стимулировать хранение населением денежных средств в банковской системе и ограничивать (насколько это возможно данными средствами) неоправданные риски в системе.

Совсем иная ситуация складывается с инвестиционным продуктом. Инвестиционный продукт не призван в качестве первоочередной публичной задачи стимулировать хранение денежных средств в банковской системе — с этой задачей принципиально справляются банковские счета и вклады. Инвестиционный продукт по своему содержанию более рискованный, а по своей природе — более спекулятивный, чем сберегательный. В этом-то и состоит основная проблема — защита инвестора означает потенциальное стимулирование наиболее рискованной деятельности в финансовой системе.

Именно данное обстоятельство создает основную, принципиальную разницу между вкладчиком и инвестором, несмотря на их поверхностное внешнее сходство по субъектным характеристикам. Деятельность одинаковых по своим характеристикам субъектов в различных по своей социальной, публичной роли сферах имеет различные последствия, что, в свою очередь, ведет к невозможности их одинаковой защиты.

Означает ли это, что государство должно отказаться от защиты инвестора, чтобы не стимулировать риски в банковской системе? Вовсе нет, но государству необходимо понимать, что защита инвестора как таковая — это поощрение вложения средств в наиболее рисковую часть финансового рынка, и излишнее увлечение такой защитой косвенно будет способствовать возникновению факторов, которые потенциально могут привести к финансовым кризисам<sup>6</sup>.

При защите вкладчика частный и публичный интересы совпадают: как вкладчик заинтересован в сохранении своего вклада и выполнении банком своих обязательств, так и государство заинтересовано в размещении гражданами денег на банковских счетах, а не хранении дома. При защите инвестора такого совпадения

<sup>6</sup> В этом свете представляется неудачным предложение о защите розничных инвесторов путем предоставления каких-либо гарантий Агентства по страхованию вкладов (см., например: *Молодыко К. Ю., Травин Г. Д.* Рубежи признания розничного инвестора потребителем // Закон. 2022. № 12. С. 84—94), поскольку такой подход не учитывает отмеченную выше принципиальную разницу.

нет — инвестор «естественно» заинтересован в сохранении инвестиций, в то время как государственный интерес состоит прежде всего в защите рынка от нежелательных эксцессов, могущих потенциально привести к кризисным последствиям в социальной и финансовой сфере. Если угодно, в защите вкладчика и вкладов государство заинтересовано прямо, а в защите инвестора — косвенно.

С учетом изложенного можно поставить вопрос: какие подходы могли бы способствовать защите инвестора не как искусственно вырванной из контекста самоцели, а с целью нахождения оптимального баланса частных и публичных интересов в этой сфере?

*Первое.* Государство должно отдавать себе отчет в том, что сверх того уровня, которым гарантированы банковские вклады, оно начинает стимулировать спекулятивный интерес инвесторов. Действительно, если физическое лицо понимает, что в случае проблемы с банком оно не получит выплату от фонда страхования вкладов сверх установленного лимита, то у него возникает понятный интерес разместить эти деньги в более доходные продукты: если уж оно вынуждено рисковать, то по крайней мере в надежде получить более высокий доход в случае благоприятного исхода.

В этой статье мы не говорим о какой-то однозначной необходимости повысить предел гарантированности вкладов. Каким именно должен быть уровень защиты, адекватен ли сегодняшний предел и т.п. — это сугубо количественный вопрос, в отношении которого мы не собираемся давать ответы или рекомендации. Задача настоящей статьи — более методологическая, состоящая в обозначении подходов как таковых.

*Второе.* С учетом высокого риска и потенциально кризисной направленности рынка ценных бумаг вряд ли корректно говорить собственно о защите инвестора, гораздо более правильно — об инструментах снижения инвестиционного риска. И в этой связи интересным может быть опыт решения этой задачи в так называемых более амбициозных и продвинутых системах правового регулирования финансовых услуг.

В частности, не так давно в Соединенном Королевстве (а не секрет, что в английском банковском праве исторические традиции защиты прав клиента очень сильны) появилась интересная новелла в сфере правового регулирования розничных инвестиций, которая получила название «обязанность перед потребителем» (Consumer Duty).

Суть ее в том, что правовое регулирование сферы инвестиционных розничных услуг в Великобритании традиционно основывается не на правилах, а на принципах. До сих пор существовало одиннадцать принципов, которым финансовые фирмы должны следовать в своей деятельности. Вступающий в силу «двенадцатый принцип», получивший название Consumer Duty, буквально гласит, что «деятельность фирмы должна быть направлена на предоставление хорошего результата розничному клиенту».

Естественно, в соответствующих документах регулятора все это изложено подробно в многостраничных руководствах, и в задачу настоящей статьи не входит анализ собственно этих новелл английского права финансовых услуг. Мы хотим обратить внимание на следующий методологический момент. Парадокс здесь состоит в том, что на фирму возлагается обязанность преследовать интересы





клиента. Казалось бы, это противоречит природе вещей, поскольку задача фирмы — зарабатывать прибыль, а клиент служит средством для этого, и его нужно уважать постольку, поскольку без него прибыль невозможна.

Но обратная сторона этого парадокса — заключается в том, что только фирма и может знать интересы клиента. Чтобы понять, насколько продукт соответствует интересам клиента, необходимо профессиональное суждение, которым розничный инвестор в подавляющем большинстве случаев не обладает. Отсюда логично, что выполнение обязанности возлагается именно на того субъекта, который только и может выполнить эту обязанность — инвестиционную фирму.

Другими словами, речь идет не о том, чтобы навязать инвестиционной фирме не свойственные ей задачи, переложив обязанность с одного субъекта на другого, а о том, чтобы возложить исполнение конкретной обязанности именно на того субъекта, который только и способен эту обязанность выполнить. В этой картине одним из основных инструментов защиты инвестора становится деловая порядочность его контрагента.

Но как «заставить» фирму это делать? И как проверить выполнение этой обязанности? Ведь было бы абсурдно возлагать на фирму ответственность всякий раз, когда инвестиционный продукт не принес ожидаемого (а порой и вообще какого бы то ни было) дохода (на то ведь он и рискованный инвестиционный продукт).

Здесь мы подходим к следующим практическим шагам.

*Третье.* Невозможно добиться этого, полагаясь только на правовые нормы и установив строгие правила, на основании которых можно добиться от инвестиционной фирмы заботы об интересах клиента. Если сейчас клиент подписывает декларацию о рисках, то нет проблем придумать декларацию о понимании клиентом сути продукта и о соответствии этого продукта его интересам.

Нам тоже не следует бояться принципов в правовом регулировании финансового рынка вообще и инвестиционного в частности. Более того, без них не обойтись, если мы рассчитываем на эффективное правовое регулирование. Ведь споры, которые могут возникнуть в сфере отношений инвестиционной фирмы с розничным инвестором в части соответствия продукта интересам инвестора, связаны с **фактами конкретного** дела. Фактические же обстоятельства в жизни могут быть настолько разнообразны, что невозможно придумать нормативную систему, которая учла бы все это разнообразие. Более того, продажа инвестиционного продукта розничному инвестору — это вопрос не только правил, но и **поведения** представителя фирмы по отношению к клиенту, вплоть до того, насколько реальное общение с клиентом в конкретном случае можно расценить в качестве навязывания продукта клиенту или в качестве манипулирования клиентом. Ни одна строго нормативная система с этим справиться не сможет.

Но при этом важно избежать перекоса, который сведет «принципиальное» регулирование на нет. Ведь принципы — это не только формулировка в законе словесных формул вместо правил или (еще хуже) формулирование в законе принципа как расплывчатого правила. Регулирование, основанное на принципах, — это еще и подчиненные этому принципу правила (в частности, у того же Управления финансового поведения существует учебник в несколько тысяч страниц, где сформулированы в том числе и правила) и, что самое главное, оценка фактов конкретного дела в свете соответствующего применимого принципа.

На практике — в данном случае регулятора в Великобритании — это означает постоянное взаимодействие с участниками рынка, в ходе которого проясняются позиции регулятора в отношении тех или иных непростых ситуаций, что делает возможным для инвестиционной фирмы выстроить свои взаимоотношения с розничными клиентами так, чтобы этим подходам соответствовать. В частности, в отношении уже упомянутого Consumer Duty Управление финансового поведения выпустило два объемных документа — Заявление о политике<sup>7</sup> и Руководство<sup>8</sup> общим объемом более 300 страниц.

Другими словами, регулирование, основанное на принципах, — это не просто свод каких-то нормативов, это постоянный процесс, процесс непростой, но пока что более эффективного подхода к решению таких вопросов мир не придумал.

*Четвертое.* Сказанное может работать только в том случае, если в системе инвестиционного рынка присутствует орган, в компетенцию которого входит рассмотрение имущественных и неимущественных споров с розничными инвесторами в свете перечисленных подходов к правовому регулированию отношений между розничным инвестором и инвестиционной фирмой.

Подчеркиваем — именно имущественных *и неимущественных*, потому что, если речь идет об оценке *поведения* фирмы по отношению к розничному инвестору, соответствующий компетентный орган должен быть вправе рассмотреть все эти вопросы факта и вынести решение о соответствии или несоответствии поведения финансовой организации применимым правилам и принципам, насколько ее поведение соответствует лучшим стандартам соответствующей деятельности, решить вопрос, насколько в действительности инвестиционная фирма проявила максимум разумной заботливости, чтобы обеспечить положительный результат для розничного клиента, приобретающего инвестиционный продукт.

Мы попытались изложить наше видение системного подхода к вопросу, который традиционно формулируется как защита инвестора. Системность означает не только всю совокупность отмеченных инструментов (возможно, и не только их). Прежде всего системность означает понимание той роли, которую играют розничные (и не только розничные) инвестиции в финансовой системе, и что только с учетом рискованных характеристик соответствующего рынка, в свете защиты публичного интереса государства в этой сфере, который мы выше обозначили как косвенный, возможна и по-настоящему эффективная защита инвестора, поскольку самая благая защита со стороны государства не будет эффективной при непонимании и неучете публичного интереса.

<sup>7</sup> Financial Conduct Authority. A new Consumer Duty // URL: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps22-9.pdf> (дата обращения: 10.10.2023).

<sup>8</sup> Financial Conduct Authority // URL: <https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fg22-5.pdf> (дата обращения: 10.10.2023).





**БИБЛИОГРАФИЯ**

1. Защита прав потребителей финансовых услуг / под ред. Ю. Б. Фогельсона. — М. : Норма ; Инфра-М, 2010. — 368 с.
2. Курбатов А. Я. Защита прав потребителей финансовых услуг. — М. : Юстицинформ, 2023. — 168 с.
3. Минфин заявил о необходимости большой приватизации в России // URL: [https://finance.mail.ru/2023-05-11/minfin-zayavil-o-neobhodimosti-bolshoy-privatizacii-v-rossii-56172689/?frommail=1&utm\\_partner\\_id=735](https://finance.mail.ru/2023-05-11/minfin-zayavil-o-neobhodimosti-bolshoy-privatizacii-v-rossii-56172689/?frommail=1&utm_partner_id=735)
4. Молодыко К. Ю., Травин Г. Д. Рубежи признания розничного инвестора потребителем // Закон. — 2022. — № 12. — С. 84—94.
5. Селивановский А. С. Розничный инвестор мало чем отличается от потребителей банковских продуктов, но защищен гораздо хуже них // Закон. — 2021. — № 10. — С. 8—19.
6. Financial Conduct Authority. A new Consumer Duty // Policy Statement PS22/9. — July 2022. — URL: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps22-9.pdf> (дата обращения: 10.10.2023).
7. Financial Conduct Authority // Finalised Guidance FG22/5. — July, 2022. — URL: <https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fg22-5.pdf> (дата обращения: 10.10.2023).