



Банк России



ФЕВРАЛЬ 2020 ГОДА

**ПРЕДОСТАВЛЕНИЕ ИНФОРМАЦИИ  
ЮРИДИЧЕСКИМ ЛИЦАМ  
ПРИ ЗАКЛЮЧЕНИИ СЛОЖНЫХ  
ДЕРИВАТИВНЫХ СДЕЛОК**

Доклад для общественных консультаций

Москва  
2020

# СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	3
Краткое содержание .....	4
<b>1. Предпосылки и цели доклада .....</b>	<b>6</b>
1.1. Деривативы и их недобросовестная продажа.....	6
1.2. Рекомендации IOSCO о защите инвесторов в сложные финансовые продукты и их применение в зарубежных странах.....	6
1.3. Меры защиты юридических лиц при инвестировании в сложные деривативы в российском законодательстве.....	8
1.4. Недостатки действующих норм о предоставлении информации.....	8
1.5. Смежные проекты Банка России, связанные с вопросами предоставления информации .....	9
1.6. Следует ли устанавливать одинаковые меры защиты для юридических и физических лиц? .....	10
<b>2. Деривативные сделки, при заключении которых должна предоставляться информация.....</b>	<b>12</b>
2.1. Сложные деривативные сделки .....	12
2.1.1. Критерии выделения сложных финансовых инструментов в зарубежном законодательстве.....	12
2.1.2. Предлагаемые критерии для выделения сложных деривативов в России .....	13
2.2. Деривативные сделки на организованных торгах и с центральным контрагентом.....	15
<b>3. Кто и кому должен предоставлять информацию .....</b>	<b>16</b>
3.1. Финансовые организации, которые должны предоставлять информацию .....	16
3.2. Инвесторы, которым предоставляется информация.....	16
3.3. Критерии категоризации инвесторов.....	17
3.3.1. Зарубежное регулирование .....	17
3.3.2. Действующее российское регулирование .....	20
3.3.3. Сравнение критериев квалификации в России и за рубежом.....	21
3.3.4. Отнесение крупных компаний к числу квалифицированных инвесторов в силу закона.....	22
3.3.5. Установление качественных критериев для квалификации.....	23
3.3.6. Изменение количественных критериев для квалификации .....	24
3.3.7. Изменение порядка признания инвестора квалифицированным.....	24
3.3.8. Дополнительные предложения.....	25
<b>4. Предоставление информации, предупреждение о рисках и переговоры с инвесторами .....</b>	<b>28</b>
4.1. Нормы-принципы о предоставлении информации .....	28
4.1.1. Зарубежное регулирование .....	28
4.1.2. Отечественное регулирование.....	28
4.2. Предоставление информации и правила о коммуникациях в отношениях с квалифицированными инвесторами.....	28
4.2.1. Зарубежное регулирование .....	28
4.2.2. Предложения по совершенствованию отечественного регулирования.....	29

4.3. Информация, в обязательном порядке предоставляемая инвесторам.....	29
4.3.1. Зарубежное регулирование .....	29
4.3.2. Предложения по совершенствованию отечественного регулирования.....	30
<b>5. Гражданско-правовые меры защиты при нарушении информационных обязанностей.....</b>	<b>33</b>
5.1. Гражданско-правовые меры защиты по законодательству зарубежных стран.....	33
5.1.1. Признание договора ничтожным.....	33
5.1.2. Оспаривание договора по мотиву заблуждения или обмана.....	33
5.1.3. Расторжение договора.....	33
5.1.4. Возмещение убытков.....	34
5.1.5. Соотношение недействительности и иных мер защиты от нарушения поведенческих обязанностей.....	34
5.2. Гражданско-правовые меры защиты по российскому законодательству.....	35
5.3. Предложения по совершенствованию регулирования.....	35
<b>СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ.....</b>	<b>39</b>

Материал подготовлен Департаментом стратегического развития финансового рынка.

Комментарии, включая ответы на поставленные в докладе вопросы, а также предложения и замечания просим направлять до 1.04.2020 включительно по электронным адресам: *makhalinin@cbr.ru*, *ronotarevaes@cbr.ru*. Позиция, изложенная в настоящем докладе, является предложением для обсуждения и не может рассматриваться как официальная позиция Банка России, нормативный документ, регламент, руководство к действию либо рекомендация для участников финансового рынка или иных лиц.

Фото на обложке: Е. Харченко, Банк России  
107016, Москва, ул. Неглинная, 12  
Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2020

## ВВЕДЕНИЕ

В настоящем докладе для общественных консультаций предлагается обсудить закрепление в законодательстве требований к финансовым организациям о предоставлении информации при заключении сложных деривативных сделок с неквалифицированными инвесторами – юридическими лицами.

Мы предполагаем, что введение таких требований позволит устранить существующий пробел в регулировании, в достаточной мере защитить интересы неквалифицированных инвесторов – юридических лиц и снизить правовую неопределенность в отношении обязанностей финансовых организаций при заключении сложных деривативных сделок с нефинансовыми компаниями.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

Доклад содержит следующие основные предложения:

1. Финансовые организации должны будут предоставлять информацию о сложных внебиржевых деривативных сделках перед заключением таких сделок с неквалифицированными инвесторами – юридическими лицами. Юридические лица – квалифицированные инвесторы по признанию вправе потребовать предоставления информации о сложных деривативах. Финансовые организации не обязаны предоставлять информацию квалифицированным инвесторам в силу закона. Предоставляемая информация должна включать в себя сведения о существовании финансового инструмента, его рисках и потенциальных последствиях использования в форме сценариев. Предлагается обсудить необходимость предоставления иной информации, в частности информации об оценке заключаемого дериватива, конфликтах интересов на стороне финансовой организации.

2. Сложными предлагается признавать все внебиржевые расчетные деривативы, а также внебиржевые поставочные деривативы с плавающей ценой и (или) количеством поставляемых объектов либо с условием о маржировании. Предлагается обсудить возможность признания деривативных сделок сложными в связи с их объемом и уровнем риска, а также влиянием на риск деривативов иных сделок, заключенных с юридическим лицом – квалифицированным инвестором.

3. Предлагается обсудить изменения в действующие критерии признания юридических лиц квалифицированными инвесторами, с тем чтобы такие критерии больше соответствовали специфике рынка деривативов, в частности:

а) квалифицированными инвесторами в силу закона предлагается признавать крупнейшие компании (критерии выделения таких компаний предлагается обсудить), которые в силу своих больших финансовых возможностей могут привлечь сотрудников, обладающих необходимой экспертизой для понимания сложных сделок. Менее крупные компании, обладающие тем не менее достаточными финансовыми ресурсами (предлагается обсудить необходимость изменения действующих критериев: не менее 2 млрд руб. балансовых активов, годовой выручки или 200 млн руб. чистых активов), могут быть признаны финансовой организацией квалифицированными инвесторами на основании их собственного решения;

б) предлагается обсудить необходимость возложения на финансовые организации обязанности перед признанием юридического лица квалифицированным инвестором вынести суждение о наличии у него надлежащих сотрудников с необходимой экспертизой и корпоративных процедур, свидетельствующих о способности оценивать риски сложных деривативов. При этом предлагается установить, что соответствие таким критериям квалифицированных инвесторов в силу закона будет презюмироваться;

в) предлагается установить, что признание корпорации квалифицированным инвестором требует решения ее совета директоров.

4. На обсуждение выносятся следующие правила о последствиях нарушения обязанности по предоставлению информации о сложных деривативных сделках:

а) по общему правилу сторона обязана возместить другой стороне по ее требованию убытки, причиненные непредоставлением информации или предоставлением недостоверной информации;

б) сторона, полагавшаяся на недостоверную информацию, имеющую для нее существенное значение, вправе также отказаться от договора;

в) сторона, заключившая договор под влиянием обмана или существенного заблуждения, вызванного предоставлением недостоверной информации либо уклонением от предоставления информации, вправе вместо отказа от договора требовать признания договора недействительным как оспоримой сделки.

# 1. ПРЕДПОСЫЛКИ И ЦЕЛИ ДОКЛАДА

## 1.1. Деривативы и их недобросовестная продажа

Деривативы – важный инструмент как для финансовых, так и для нефинансовых компаний, позволяющий удовлетворять потребность в хеджировании валютных, процентных и иных рисков, возникающих в предпринимательской деятельности.

В то же время для понимания условий и оценки определенных деривативных сделок зачастую требуется специальная экспертиза. Внебиржевые деривативы могут быть нестандартными, что может создать трудности при их сравнении между собой и оценке. Это может приводить к тому, что нефинансовые компании и даже публично-правовые образования могут заключать сложные деривативные сделки, которые не соответствуют их потребностям или заведомо им невыгодны.

В ряде зарубежных стран международный финансовый кризис 2008 г. и последовавший за ним период финансовой нестабильности обнажили проблемы, связанные с недобросовестной продажей (мисселингом) деривативов нефинансовым компаниям и публично-правовым образованиям<sup>1</sup>. Так, регулятор Великобритании в 2012–2015 гг. провел обзор практики продажи процентных деривативов, в ходе которого было выявлено около 18 200 случаев мисселинга деривативов малому и среднему бизнесу<sup>2</sup>. Распространение случаев мисселинга деривативов и иных сложных финансовых инструментов стало аргументом в пользу пересмотра норм о защите инвесторов в сложные финансовые продукты в ряде юрисдикций.

## 1.2. Рекомендации IOSCO о защите инвесторов в сложные финансовые продукты и их применение в зарубежных странах

В январе 2013 г. IOSCO опубликовало девять принципов, направленных на защиту инвесторов в сложные финансовые продукты<sup>3</sup>. Большинство из 28 юрисдикций, законодательство которых было проанализировано в рамках обзора IOSCO (сентябрь 2019 г.), закрепили нормы, соответствующие таким принципам, в своем законодательстве<sup>4</sup>. Из обзора IOSCO следует, что большинство юрисдикций с развитыми финансовыми рынками применяют в целом сходные меры по защите инвесторов. Такие меры можно разделить на следующие основные группы.

### **Категоризация инвесторов<sup>5</sup>**

Для посредников в сфере финансовых продуктов вводится обязанность устанавливать процедуры, позволяющие разграничить квалифицированных и неквалифицированных инвесторов.

<sup>1</sup> Более подробно см. Dempster M., Medova E., Roberts J. *Regulating complex derivatives: Can the opaque be made transparent?* // *Journal of Banking Regulation* (2011) 12. P. 308–330.

<sup>2</sup> См. URL: <https://www.fca.org.uk/consumers/interest-rate-hedging-products>.

<sup>3</sup> IOSCO Report *Suitability Requirements with Respect to the Distribution of Complex Financial Products*. 2013.

<sup>4</sup> IOSCO *Thematic Review on Suitability Requirements with Respect to the Distribution of Complex Financial Products*. 2019. Закрепили нормы, рекомендованные IOSCO или их близкие аналоги: все исследованные страны Европейского союза, провинции Онтарио и Квебек (Канада), Китай, Гонконг, Индонезия, Япония, Корея, Сингапур, Швейцария, Турция. Большинство норм, рекомендованных IOSCO, не закрепили Марокко, Папуа – Новая Гвинея, Багамские острова.

<sup>5</sup> Принцип 1.

### **Предоставление информации<sup>6</sup>**

Вне зависимости от классификации клиента посредники должны действовать честно и профессионально, предпринимать разумные шаги для управления конфликтом интересов и раскрывать информацию о рисках потенциальных убытков инвесторов в сложные финансовые продукты.

Розничные инвесторы должны иметь доступ к необходимой информации для оценки условий, цены и рисков сложных финансовых продуктов. Любая информация о таких продуктах, предоставляемая посредником своим клиентам, должна быть изложена корректно, понятно и сбалансировано.

### **Обязанность управляющего или консультанта обеспечить соответствие сложных финансовых инструментов инвестиционному профилю клиента<sup>7</sup>**

Если посредник рекомендует приобрести сложный финансовый продукт или принимает решение приобрести продукт за счет клиента, действуя как его управляющий, то рекомендация или инвестиционное решение должны соответствовать опыту, знаниям клиента, его инвестиционным целям, аппетиту к риску и способности нести убытки. Для этого посредник должен получать у клиента необходимую информацию, организовать внутренние процедуры и создать адекватную систему стимулирования своих сотрудников.

### **Дополнительные меры защиты при продаже сложных финансовых продуктов неквалифицированным инвесторам**

Когда посредник продает неквалифицированному клиенту сложный финансовый продукт, не выступая управляющим или консультантом клиента, регулирование должно устанавливать адекватные способы защиты такого клиента. К ним, помимо норм о раскрытии информации, могут относиться: введение обязанности рекомендовать клиенту обратиться к консультанту, тестирование знаний и опыта клиента перед продажей ему сложных продуктов, установление запретов или ограничений на распространение наиболее рискованных или сложных продуктов среди розничных клиентов.

### **Контроль за соблюдением норм о предоставлении информации<sup>8</sup>**

Посредники должны организовать внутренний контроль соблюдения данных правил при разработке сложных финансовых продуктов и продаже их клиентам.

Регуляторы должны контролировать соблюдение данных требований посредниками и применять меры воздействия за нарушения.

В целом рассмотренные принципы IOSCO отражают эволюцию в подходах к мерам защиты инвесторов, произошедшую в последние годы. В большинстве развитых юрисдикций ограничивается применение подхода, при котором инвестор по умолчанию рассматривается как равный контрагент финансовой организации, который может получить от нее информацию о финансовом продукте и гарантии того, что продукт ему подходит, только на основании (консультационного) договора с финансовой организацией<sup>9</sup>.

На смену данному подходу приходит дифференцированная система мер защиты инвесторов, при которой на финансовые организации в отношении по продаже сложных продуктов неквалифицированным инвесторам возлагаются некоторые обязанности, типичные для отношений по договорам инвестиционного консультирования и доверительного управления. К ним относятся обязанности по предоставлению неквалифицированным инвесторам информации

<sup>6</sup> Принципы 2–3.

<sup>7</sup> Принципы 5–6, 8.

<sup>8</sup> Принципы 7, 9.

<sup>9</sup> Такой подход в зарубежной литературе часто именуется по-латински «*caveat emptor*», что может быть переведено как «Бойся, покупатель!». Эта максима отражает норму римского права, согласно которой лицо, покупающее товар или продукт, делает это на свой страх и риск и не вправе требовать какой-либо защиты в связи с недостатками товара.



о сложных финансовых продуктах, а в некоторых случаях – также частичного исследования финансовой организацией личных обстоятельств таких инвесторов. При введении современной системы защиты инвесторов следует определить, в каких случаях и в каких пределах продавец сложного финансового продукта, который не консультирует своего контрагента, несет по отношению к нему указанные обязанности. При этом необходимо соблюсти баланс интересов участников оборота.

### 1.3. Меры защиты юридических лиц при инвестировании в сложные деривативы в российском законодательстве

Российское законодательство уже закрепляет большинство упомянутых мер защиты инвесторов в сложные финансовые продукты.

Так, законодательство содержит правила о категоризации инвесторов – физических и юридических лиц на квалифицированных и неквалифицированных<sup>10</sup>; правила об определении инвестиционного профиля клиента его инвестиционным советником и управляющим<sup>11</sup>.

Кроме того, законодательство позволяет Банку России определить виды деривативных договоров, предназначенных только для квалифицированных инвесторов<sup>12</sup>. Впрочем, в настоящее время виды таких договоров не установлены.

Наконец, исполнение данных мер финансовыми организациями осуществляется под надзором Банка России.

Вместе с тем действующее регулирование содержит правила о раскрытии информации только об эмиссионных ценных бумагах, прежде всего акциях и облигациях<sup>13</sup>, а также о паях ПИФ, которые обращаются публично и могут быть приобретены неквалифицированными инвесторами, но не содержит специальных норм о предоставлении информации о деривативных сделках. В отсутствие таких специальных норм сторонам сделки и судам необходимо руководствоваться общими нормами гражданского законодательства о предоставлении информации<sup>14</sup>.

### 1.4. Недостатки действующих норм о предоставлении информации

Гражданское законодательство устанавливает общую обязанность каждого участника гражданских правоотношений действовать добросовестно при реализации своих прав и исполнении обязанностей<sup>15</sup>. Также гражданское законодательство предоставляет стороне любого договора, вне зависимости от того, осуществляет ли она предпринимательскую деятельность:

- право требовать признания договора недействительным, если перед заключением договора не была предоставлена информация, которую добросовестный контрагент должен предоставлять по условиям оборота<sup>16</sup>;

<sup>10</sup> Ст. 51.2 Закона о рынке ценных бумаг.

<sup>11</sup> Ст. 5, 6.2 Закона о рынке ценных бумаг, Положение Банка России от 03.08.2015 № 482-П, Указание Банка России от 17.12.2018 № 5014-У.

<sup>12</sup> П. 13 ст. 44 Закона о рынке ценных бумаг.

<sup>13</sup> Ст. 30 Закона о рынке ценных бумаг.

<sup>14</sup> На общих нормах гражданского права построены два известных решения по делам о мисселинге деривативов – «Платинум Недвижимость» против АО «БМ-Банк» и ПАО «Транснефть» против ПАО «Сбербанк».

<sup>15</sup> П. 3 ст. 1, ст. 10 ГК РФ.

<sup>16</sup> Непредоставление такой информации признается обманом (так называемый «обман умолчанием») и является основанием для признания сделки недействительной согласно абзацу 2 п. 2 ст. 179 ГК РФ. Также возможно признание сделки недействительной в связи с заблуждением согласно ст. 178 ГК РФ. По общему правилу заблуждающаяся сторона обязана возместить реальный ущерб, причиненный в связи с недействительностью сделки контрагенту. Однако если заблуждение возникло в силу обстоятельств, за которые отвечает контрагент, то данное правило не действует – напротив, контрагент должен возместить убытки заблуждавшемуся лицу (абз. 3 п. 6 ст. 178).

– право взыскать убытки, если в процессе переговоров о заключении договора контрагент не сообщил об обстоятельствах, которые должны быть сообщены в силу характера договора<sup>17</sup>.

Данные нормы направлены на то, чтобы защитить слабую сторону, которая может не иметь необходимых сведений для принятия информированного решения о заключении сделки и не обладает достаточным опытом или переговорными возможностями, чтобы договориться о предоставлении таких сведений со своим контрагентом.

Однако эти нормы носят общий характер, они не устанавливают конкретные случаи, когда информация должна предоставляться, и объем такой информации.

Законодательство о финансовых рынках также не содержит четких положений о следующем:

1) какая информация о деривативах и связанных с ними рисках должна предоставляться лицам, заключающим такие сделки;

2) насколько такая информация должна учитывать индивидуальные обстоятельства конкретного контрагента финансовой организации;

3) влияет ли статус инвестора (квалифицированный, неквалифицированный) или сложность деривативного договора на объем предоставляемой информации;

4) каковы последствия нарушения обязанности по предоставлению информации (взыскание убытков, недействительность сделки).

Кроме того, существующие правила о категориях инвесторов не соответствуют специфике рынка деривативов для нужд юридических лиц и не могут быть механически распространены на данный рынок (см. раздел 3).

Отсутствие «правил игры» в вопросах предоставления информации создает риски, что неквалифицированным инвесторам – юридическим лицам не будет предоставляться необходимая информация по сделкам для принятия информированных решений об их заключении. Это может приводить к приобретению юридическими лицами ненужных им деривативов и создавать риски недобросовестных действий со стороны финансовых организаций. С другой стороны, отсутствие «правил игры» повышает юридические риски финансовых организаций, так как провоцирует недобросовестных контрагентов оспаривать сделки, ставшие для них невыгодными (например, в результате изменения валютных курсов), со ссылкой на якобы более слабую переговорную позицию, отсутствие опыта и знаний, сложность сделки. Таким образом, в настоящее время все деривативные сделки, заключаемые по российскому праву, находятся под угрозой оспаривания, что дестабилизирует рынок деривативов, препятствуя его развитию.

## 1.5. Смежные проекты Банка России, связанные с вопросами предоставления информации

### **Проект о категоризации инвесторов – физических лиц**

Госдума приняла в первом чтении законопроект о защите инвесторов – физических лиц<sup>18</sup>. Данный законопроект среди прочего предусматривает правила предоставления информации физическим лицам, однако не касается правил раскрытия информации юридическим лицам.

<sup>17</sup> П. 2 ст. 434.1 ГК РФ. Убытки могут быть также истребованы в случае признания сделки недействительной вследствие обмана, в том числе в связи с «обманом умолчанием» (п. 4 ст. 179) и введением в заблуждение (абз. 3 п. 6 ст. 178).

<sup>18</sup> Законопроект № 618877-7.

### **Закон о совершенствовании регулирования брокерской деятельности**

Закон о регулировании профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг<sup>19</sup> был опубликован 28 декабря 2019 года. Он вводит обязанности по предоставлению информации клиентам о сделках, заключаемых с третьими лицами через брокеров. В законе упомянуто, что брокер предоставляет клиенту информацию о ценах активов, с которыми совершаются сделки, о расходах, которые может понести в связи с такими сделками клиент. В то же время обязанность по предоставлению брокером иной информации, включая, возможно, информацию о рисках финансовой сделки, может быть установлена базовым стандартом совершения операций брокерами<sup>20</sup>. Проект не касается сделок, заключаемых напрямую между финансовой организацией и клиентом.

Упомянутые закон и законопроект не решают проблемы предоставления информации юридическим лицам при заключении с ними деривативных сделок.

## **1.6. Следует ли устанавливать одинаковые меры защиты для юридических и физических лиц?**

В рамках настоящего доклада мы предлагаем исходить из того, что юридические лица и индивидуальные предприниматели, совершающие сделки с финансовыми инструментами, нуждаются в меньшей защите при заключении финансовых сделок, чем физические лица, не осуществляющие предпринимательской деятельности. Это связано с тем, что лица, осуществляющие предпринимательскую деятельность, принимают на себя повышенный риск и способны нести дополнительные обременения<sup>21</sup>. Лица, осуществляющие предпринимательскую деятельность, также не признаются потребителями, и на них не распространяются нормы о защите прав потребителей<sup>22</sup>. В связи с этим наличие статуса юридического лица или индивидуального предпринимателя, по нашему мнению, может служить основанием для предположения о более высокой способности восполнять недостаток информации за счет найма квалифицированных сотрудников, внешних консультантов, достижения договоренности с финансовой организацией о предоставлении информации.

В то же время наличие такого статуса не означает, что соответствующие лица не могут являться слабой стороной, не нуждаются в каких-либо мерах защиты и во всех случаях обладают достаточной информацией и переговорными возможностями. Как отмечалось выше, гражданское законодательство требует от стороны сделки предоставлять необходимую информацию другой ее стороне, вне зависимости от того, осуществляет ли такая сторона предпринимательскую деятельность. Законодательство позволяет как потребителю, так и предпринимателю требовать расторжения или изменения договора, заключенного при условии неравных переговорных возможностей, предусматривающего несправедливые условия<sup>23</sup>.

В связи с вышеизложенным полагаем, что в российских условиях повышенная защита граждан-непредпринимателей по сравнению с предпринимателями может быть оправдана в условиях низкой финансовой грамотности граждан, слабого развития инвестиционного консультирования и т.д. В то же время российские предприниматели, напротив, нуждаются не только в мерах защиты, но и в исключении неоправданных регулятивных барьеров для осуществле-

<sup>19</sup> Федеральный закон от 27.12.2019 № 454-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и статью 73 Федерального закона «Об исполнительном производстве» в части совершенствования регулирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг».

<sup>20</sup> П. 2.4 и 2.5 ст. 3 в редакции законопроекта.

<sup>21</sup> См., в частности, п. 1.2 Постановления Конституционного Суда Российской Федерации от 27.04.2001 № 7-П.

<sup>22</sup> См. определение потребителя в Законе Российской Федерации от 07.02.1992 № 2300-1 «О защите прав потребителей».

<sup>23</sup> П. 3 ст. 428 ГК РФ в редакции Федерального закона от 08.03.2015 № 42-ФЗ.

ния предпринимательской деятельности, а также в повышении доступности хеджирующих инструментов.

Таким образом, мы предлагаем подход, отличающийся от предусмотренного в ряде юрисдикций с развитым финансовым рынком (ЕС, Великобритания, США), где к защите физических и юридических лиц применяются в целом одинаковые правила. В то же время предлагаемый подход сходен с подходом, применяемым в Сингапуре. Регулятор Сингапура установил, что финансовые организации, предоставляющие неквалифицированным инвесторам доступ к сделкам со сложными инвестиционными продуктами, должны проводить оценку их знаний, образования и опыта инвестиций. Если инвестор не удовлетворяет данным требованиям, то инвестиционная фирма должна ограничить его лимит по совершению сложных финансовых сделок, предложить клиенту получить инвестиционный совет, а в случае его отказа – предупредить о рисках приобретения сложных продуктов. Однако данные правила не распространяются на любые корпорации, вне зависимости от того, имеют ли они статус квалифицированного инвестора<sup>24</sup>.

#### **Вопросы для обсуждения:**

- 1. Согласны ли вы с оценкой существующих пробелов в законодательстве о предоставлении информации на финансовом рынке и рисков, которые данные пробелы создают для сторон деривативных сделок? Существуют ли иные значимые пробелы в законодательстве, связанные с защитой слабой стороны отношений – юридического лица или индивидуального предпринимателя, которые создают существенные риски для сторон деривативных сделок?*
- 2. Требуется ли, на ваш взгляд, введение в законодательство дополнительных мер защиты неквалифицированных инвесторов – юридических лиц, заключающих сложные деривативные сделки, помимо введения правил о раскрытии информации?*
- 3. Согласны ли вы с предлагаемым подходом, согласно которому к сделкам финансовых организаций с инвесторами – юридическими лицами и индивидуальными предпринимателями применяются более мягкие требования по защите инвесторов, чем установлено для сделок с физическими лицами?*

<sup>24</sup> MAS Practice Note On the Sale of Investment Products № SFA PN-01, December 11, 2019.

## 2. ДЕРИВАТИВНЫЕ СДЕЛКИ, ПРИ ЗАКЛЮЧЕНИИ КОТОРЫХ ДОЛЖНА ПРЕДОСТАВЛЯТЬСЯ ИНФОРМАЦИЯ

### 2.1. Сложные деривативные сделки

#### 2.1.1. Критерии выделения сложных финансовых инструментов в зарубежном законодательстве

IOSCO полагает, что сложными должны считаться продукты, которые может быть непросто понять розничным инвесторам из-за структуры таких продуктов и трудностей в их оценке. В качестве примеров сложных финансовых продуктов приводятся деривативные и структурные продукты, несложных продуктов – обычные акции, облигации, паи инвестиционных фондов и стандартизованные биржевые деривативы<sup>1</sup>.

Из 27 юрисдикций, исследованных IOSCO, 17 закрепили правила о выделении сложных финансовых продуктов, при этом большинство юрисдикций используют критерии, сходные с критериями IOSCO. Отдельные юрисдикции, учитывая более низкий уровень грамотности своего населения, устанавливают более жесткие критерии. Так, в ЮАР к сложным относятся любые ценные бумаги и схемы коллективного инвестирования.

В ЕС несложными признаются следующие финансовые инструменты<sup>2</sup>:

- акции, допущенные к торгам на бирже, за исключением акций, включающих в себя деривативы;
- облигации, допущенные к торгам на бирже, кроме облигаций, включающих в себя дериватив или структуру, которая затрудняет клиенту понимание их риска;
- ликвидные инструменты денежного рынка, за исключением включающих в себя дериватив или структуру, которая затрудняет клиенту понимание риска;
- акции или паи инвестиционных схем, выпущенных в соответствии с европейской директивой (UCITS);
- структурные депозиты, за исключением тех, которые включают в себя структуру, затрудняющую клиенту понимание риска.

К структурам, которые затрудняют понимание риска, относятся, например, условия о субординации долга по инструменту, условия, при которых размер платежей по долговому инструменту зависит от доходов от пула активов, размер выплат зависит от усмотрения эмитента<sup>3</sup>.

Инструменты, не указанные в приведенном списке, могут быть признаны простыми при одновременном соблюдении следующих условий<sup>4</sup>:

- существует возможность оперативно продать их по публичным ценам;
- они не предусматривают возможности для клиента потерять сумму, превышающую величину его первоначального вложения;
- вся информация о них публично доступна.

Все иные инструменты считаются сложными.

<sup>1</sup> IOSCO Report Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products. 2013. P. 5–6.

<sup>2</sup> MiFID II Article 25 (a), CESR Q&A MiFID complex and non complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements 2009. URL: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09\\_559.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_559.pdf).

<sup>3</sup> ESMA Guidelines on complex debt instruments and structured deposits. URL: [https://esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1787\\_-\\_guidelines\\_on\\_complex\\_debt\\_instruments\\_and\\_structured\\_deposits.pdf](https://esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1787_-_guidelines_on_complex_debt_instruments_and_structured_deposits.pdf).

<sup>4</sup> MiFID Implementation Directive Article 36.

В Гонконге<sup>5</sup> продукт признается сложным по самостоятельному решению финансового посредника, если условия и риски такого продукта с разумной вероятностью будут непонятны розничным инвесторам. При этом о сложности продукта могут свидетельствовать следующие критерии:

- продукт является деривативом;
- у продукта нет вторичного рынка с публикуемыми ценами;
- отсутствует транспарентная информация о продукте для инвесторов;
- инвестор несет риск потерять больше, чем вложенная сумма;
- есть возможность изменения условий инструмента после его продажи без согласия инвестора;
- порядок расчета финансового результата по инструменту включает в себя несколько переменных или предусматривает сложную формулу;
- инструмент предусматривает условия, которые могут сделать его неликвидным или сложным для оценки.

При этом регулятор Гонконга приводит примеры сложных и несложных финансовых продуктов. В качестве примеров несложных финансовых продуктов приводятся обращающиеся на бирже акции, недеривативные ETF и облигации, условия которых не предусматривают субординацию и привязку выплат к переменным. К сложным относятся биржевые фьючерсы, equity-деривативы, синтетические ETF и ETF на фьючерсы, облигации со специфическими условиями (субординированные, конвертируемые, структурные и т.д.), а также криптокотокены, сходные с ценными бумагами (security tokens). Регулятор Гонконга оставляет за собой право определять иные примеры сложных и несложных продуктов в дальнейшем.

### 2.1.2. Предлагаемые критерии для выделения сложных деривативов в России

Как показано выше, в большинстве зарубежных стран деривативы относятся к сложным финансовым инструментам. Тем не менее полагаем, что некоторые договоры, отнесенные к ПФИ по определению отечественного законодательства, не являются в достаточной степени сложными для юридических лиц, чтобы устанавливать требования о предоставлении информации по ним.

Так, ПФИ, предусматривающие обязанность по поставке активов, не являющихся валютой, ценными бумагами, либо по заключению деривативных договоров, с точки зрения их профиля риска близки к договорам поставки товара с отложенным сроком исполнения. В связи с этим не может предполагаться большая экспертиза финансовой организации в области таких инструментов по сравнению с контрагентами-предпринимателями и, следовательно, на финансовую организацию не должна возлагаться обязанность предоставлять по ним информацию.

Действующее законодательство позволяет относить к деривативам также опционные и иные договоры, предусматривающие обязанность по поставке фиксированного объема валюты либо ценных бумаг и фиксированную цену за такие активы<sup>6</sup>. Предлагаем также не распространять обязанность по предоставлению информации на случаи приобретения таких инструментов ввиду того, что они совпадают с обычными договорами купли-продажи, предусматривающими передачу валюты либо ценных бумаг через определенный срок или под отла-

<sup>5</sup> Paragraph 6.1 of the SFC Guidelines on Online Distribution and Advisory Platforms. July 2019. URL: <https://www.sfc.hk/web/EN/assets/components/codes/files-current/web/guidelines/guidelines-on-online-distribution-and-advisory-platforms/guidelines-on-online-distribution-and-advisory-platforms.pdf>.

<sup>6</sup> Исходя из положений подп. 2 и 3 ч. 22 ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг к числу деривативных относятся договоры, предусматривающие:

- обязанность сторон или стороны на условиях, определенных при заключении договора, в случае предъявления требования другой стороной купить или продать ценные бумаги, валюту или товар и (или)
- обязанность одной стороны передать ценные бумаги, валюту или товар в собственность другой стороне не ранее третьего дня после дня заключения договора, обязанность другой стороны принять и оплатить указанное имущество и указание на то, что такой договор является ПФИ.

## ПРЕДЛАГАЕМЫЕ ПРИЗНАКИ СЛОЖНЫХ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Табл. 1

Инструмент	Сложность инструмента и наличие обязанности по предоставлению информации
Поставочные деривативы, кроме деривативов, предусматривающих поставку валюты, ценных бумаг или заключение иного дериватива	Нет
Поставочные деривативы, предусматривающие поставку валюты или ценных бумаг, если цена и количество поставляемой валюты или указанных ценных бумаг зафиксированы при его заключении	Нет
Поставочные деривативы, предусматривающие поставку валюты или ценных бумаг с плавающей ценой и (или) количеством поставляемых объектов	Да
Поставочные деривативы, предусматривающие возможность истребования у юридического лица дополнительной маржи (маржин колл) в течение срока дериватива	Да
Расчетный дериватив	Да

гательным условием, заключаемыми предпринимателями в рамках их обычной коммерческой деятельности.

Однако при заключении поставочного дериватива может быть согласовано условие о вариационной марже или иные сходные условия, при которых изменение базисного актива до исполнения дериватива может привести к требованию о внесении дополнительной маржи (маржин колл). Риск возникновения оснований для внесения дополнительной маржи в случае резких колебаний базисного актива неквалифицированному инвестору также может быть сложно оценить.

Мы предлагаем обсудить также иные возможные критерии для признания деривативных сделок сложными. В частности, вопрос о том, может ли признаваться сложной сделкой приобретение портфеля инструментов, включающего в себя деривативы, не являющиеся сложными сами по себе, однако в комплексе создающие риски, которые будет трудно понять или оценить неквалифицированному инвестору. Мы допускаем, что финансовая организация, знающая о сделках, входящих в портфель, может быть обязана уведомить юридическое лицо – неквалифицированного инвестора о рисках, связанных с портфелем сделок. В качестве примера можно привести ситуацию, при которой юридическое лицо имеет две противоположные позиции на один базисный актив и одну сумму в разных финансовых организациях. Совокупная позиция юридического лица является нейтральной с точки зрения рыночного риска. Однако юридическое лицо несет риск дефолта одного из своих контрагентов, вероятность которого такое лицо могло не учитывать. Мы допускаем, что в указанном случае на финансовую организацию – контрагента неквалифицированного юридического лица может быть возложена обязанность уведомлять о риске дефолта контрагентов по деривативным сделкам и иных рисках, связанных с такими сделками.

Предлагаем также обсудить, могут ли несложные в обычной ситуации поставочные деривативные сделки становиться сложными для юридического лица в силу объема таких сделок и связанного с ними риска. В частности, мы допускаем, что на финансовую организацию может быть целесообразно возложить обязанность по предоставлению информации о деривативных сделках, если объем таких сделок или их потенциальный риск составляют 25 и более процентов от балансовой стоимости активов контрагента – юридического лица<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Данный критерий соответствует критерию для выделения крупных сделок в корпоративном праве (ст. 78 Федерального закона «Об акционерных обществах», ст. 46 Федерального закона «Об обществах с ограниченной ответственностью»).

## 2.2. Деривативные сделки на организованных торгах и с центральным контрагентом

Деривативные сделки, заключаемые на организованных торгах, имеют стандартные условия и прозрачное ценообразование, что снижает вероятность недобросовестных действий финансовых организаций (брокеров и управляющих), заключающих такие сделки за счет клиентов. Однако полагаем, что для дополнительного снижения вероятности мисселинга может быть целесообразно обязать организатора торговли публиковать информацию о рисках по таким деривативным сделкам. Для брокеров и управляющих может быть установлена обязанность предоставлять такую информацию или ссылку на нее неквалифицированным инвесторам – юридическим лицам, в интересах которых они заключают деривативные сделки. При этом финансовые организации не должны нести ответственность за полноту и достоверность информации, размещенной организатором торговли.

Таким образом, правила об обязательном предоставлении информации финансовой организацией контрагенту по деривативной сделке предлагается распространить на деривативные сделки, которые заключаются на внебиржевом рынке.

При этом центральный контрагент, заключающий сделку с юридическим лицом – инвестором в связи с переводом дериватива на централизованный клиринг, не будет обязан предоставлять информацию такому лицу. В случае перевода деривативов на централизованный клиринг обязанности, предлагаемые в рамках настоящего доклада, предполагается возложить на финансовую организацию, с которой центральный контрагент заключает зеркальную (парную) сделку.

### **Вопросы для обсуждения:**

- 1. Согласны ли вы с нашими предложениями о видах сложных деривативных сделок, по которым должна предоставляться информация неквалифицированным инвесторам – юридическим лицам?*
- 2. Необходимо ли относить к сложным сделкам приобретение портфеля инструментов, включающего в себя деривативы, не являющиеся сложными сами по себе, однако в комплексе создающие риски, которые будет трудно понять или оценить неквалифицированному инвестору?*
- 3. Могут ли несложные в обычной ситуации поставочные деривативные сделки также становиться сложными для финансовой организации в силу объема таких сделок и связанного с ними риска? Следует ли относить к сложным поставочные деривативы, если объем таких сделок или их потенциальный риск составляют 25% и более от балансовой стоимости активов контрагента – юридического лица?*
- 4. Согласны ли вы, что биржевые деривативы не должны относиться к числу сложных?*
- 5. Следует ли, на ваш взгляд, установить обязанность организатора торговли публиковать информацию о рисках по биржевым деривативам, а также обязанность брокеров и управляющих передавать такую информацию своим клиентам?*



## 3. КТО И КОМУ ДОЛЖЕН ПРЕДОСТАВЛЯТЬ ИНФОРМАЦИЮ

### 3.1. Финансовые организации, которые должны предоставлять информацию

Введение мер защиты инвесторов необходимо в их отношениях с лицами, которые на профессиональной основе осуществляют деятельность на рынке финансовых инструментов.

Законодательство в настоящее время «мягко» ограничивает круг лиц, которые могут выступать сторонами договоров, являющихся ПФИ. Одной из сторон таких договоров должна быть кредитная организация либо профессиональный участник рынка ценных бумаг, иначе требования из таких договоров будут лишены судебной защиты<sup>1</sup>.

В этой связи под финансовыми организациями в целях настоящего доклада понимаются российские кредитные организации и профессиональные участники рынка ценных бумаг, заключающие деривативные сделки.

Согласно Основным направлениям развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов планируется включить деятельность по заключению внебиржевых деривативов за свой счет на систематической основе в периметр дилерской деятельности<sup>2</sup>. В случае если данные планы будут реализованы, предлагаем распространить требования о предоставлении информации не только на дилеров, но также и на финансовые организации, заключающие деривативы на несистематической основе. На наш взгляд, у финансовых организаций в любом случае должно предполагаться наличие экспертной информации о финансовых сделках, которые они заключают с контрагентами – нефинансовыми организациями и индивидуальными предпринимателями.

Полагаем, что брокер, заключающий внебиржевой сложный деривативный договор от имени или за счет неквалифицированного инвестора – юридического лица, также должен предоставлять информацию о таком договоре соответствующему инвестору.

### 3.2. Инвесторы, которым предоставляется информация

Предлагаем установить обязанность финансовых организаций предоставлять информацию о сложных деривативах в соответствии с правилами, предлагаемыми в настоящем докладе, как коммерческим, так и некоммерческим организациям – неквалифицированным инвесторам.

Также предлагаем распространить соответствующие правила о предоставлении информации на случаи заключения деривативных сделок с индивидуальными предпринимателями в процессе осуществления ими предпринимательской деятельности. Это будет соответствовать подходу п. 2 ст. 23 ГК РФ, согласно которому к предпринимательской деятельности граждан, осуществляемой без образования юридического лица, применяются правила, которые регулируют деятельность юридических лиц, являющихся коммерческими организациями. В случаях, когда в докладе используется термин «юридическое лицо», подразумевается также индивидуальный предприниматель, заключающий сложные деривативные сделки в процессе осуществления им предпринимательской деятельности. К квалификации таких индивидуальных предпринимателей предлагается применять критерии, установленные для юридических лиц.

<sup>1</sup> П. 2 ст. 1062 ГК РФ.

<sup>2</sup> Деривативы могут также заключаться брокерами, которые ведут дела от чужого имени и за чужой счет.

Предлагаем обсудить подход, при котором финансовые организации обязаны предоставлять информацию о сложных деривативных сделках квалифицированным инвесторам по признанию по их требованию и не несут обязанности по предоставлению информации квалифицированным инвесторам в силу закона (более подробно см. подраздел 4.2).

### 3.3. Критерии категоризации инвесторов

#### 3.3.1. Зарубежное регулирование

##### **Общие замечания**

В исследованных зарубежных юрисдикциях квалификация инвесторов – юридических лиц может определяться на основании (1) установленных в нормативных актах финансовых показателей, которые позволяют предполагать возможность нанять квалифицированных сотрудников или внешних консультантов (количественные критерии), (2) наличия у юридического лица квалифицированных сотрудников и корпоративных процедур, которые должны свидетельствовать о реальной способности юридического лица оценить существо и риски деривативной сделки (качественные критерии) либо (3) на основании комбинации этих критериев.

Как указывает IOSCO, многие юрисдикции полагаются на количественные критерии и презумпции при признании лиц квалифицированными инвесторами. IOSCO не считает количественные критерии априори недопустимыми, но рекомендует регуляторам относиться с осторожностью к их использованию, поскольку мировой финансовый кризис в ряде случаев выявил неточность таких критериев<sup>3</sup>.

##### **ЕС и Великобритания**

В европейском регулировании клиенты инвестиционных фирм делятся на розничных (аналог отечественных неквалифицированных инвесторов) и профессиональных (аналог отечественных квалифицированных инвесторов). Последних можно условно разделить на профессиональных инвесторов в силу закона и профессиональных инвесторов по признанию.

К профессиональным инвесторам в силу закона, согласно законодательству ЕС, относятся как финансовые, так и крупные нефинансовые компании, соответствующие хотя бы двум из следующих количественных критериев:

- балансовые активы – не менее 20 млн евро (~1,4 млрд руб.);
- оборот (выручка) – не менее 40 млн евро (~2,8 млрд руб.);
- чистые активы – не менее 2 млн евро (~140 млн руб.)<sup>4</sup>.

В Великобритании инвестиционные фирмы, осуществляющие виды деятельности, урегулированные в законодательстве ЕС, применяют такие же критерии для отнесения клиентов к профессиональным. Однако законодательство Великобритании регулирует также отдельные виды деятельности на финансовом рынке, не предусмотренные в MiFID. При осуществлении таких видов деятельности установлены более мягкие требования для признания клиента профессиональным:

- балансовые активы – не менее 12,5 млн евро (~877 млн руб.);
- оборот (выручка) – не менее 25 млн евро (~1,8 млрд руб.);
- среднее число работников в течение года – не менее 250 человек<sup>5</sup>.

Также к числу профессиональных инвесторов в силу закона относятся организации, предназначенные для секьюритизации активов или иных финансовых транзакций (в частности, SPV).

<sup>3</sup> IOSCO Thematic Review on Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products. P. 14.

<sup>4</sup> MiFID II Annex II part I. Здесь и далее суммы в рублях рассчитаны по курсу соответствующей валюты, установленному Банком России по состоянию на 05.02.2020, и округлены по правилу математического округления.

<sup>5</sup> FCA Handbook COBS 3.5.2.

Если лицо является профессиональным клиентом в силу закона, то предполагается, что оно обладает опытом, знаниями и экспертизой для принятия собственных инвестиционных решений и оценки связанных с ними рисков<sup>6</sup>.

При этом профессиональные инвесторы в силу закона могут достигнуть соглашения с финансовой организацией о том, что к ним будут применяться меры защиты, установленные для розничных инвесторов.

Пройти процедуру признания в качестве профессиональных инвесторов для определенных классов активов в ЕС и Великобритании могут физические лица, которые, по оценке инвестиционной фирмы, обладают достаточными знаниями для самостоятельного принятия инвестиционных решений и понимания рисков сложных финансовых инструментов (качественный критерий) и удовлетворяющие хотя бы двум из следующих критериев (количественные критерии):

- физическое лицо заключало существенные сделки на рынке соответствующих инструментов со средней частотой 10 раз в квартал в течение предыдущих четырех кварталов;
- размер портфеля финансовых инструментов, включая депозиты, превышает 500 тыс. евро (~35 млн руб.);
- физическое лицо работало в финансовом секторе не менее одного года на профессиональной позиции, которая требует понимания соответствующих финансовых сделок<sup>7</sup>.

Клиент – юридическое лицо может быть признан профессиональным инвестором, если указанным требованиям соответствует физическое лицо, которое уполномочено совершать финансовые сделки от имени юридического лица<sup>8</sup>.

Среди профессиональных инвесторов в ЕС и Великобритании выделяется подгруппа «правомочных контрагентов» (eligible counterparty). По общему правилу правомочными контрагентами признаются институциональные инвесторы и публичные образования. Другие лица могут признаваться правомочными контрагентами по их просьбе в случаях, предусмотренных законодательством стран – членов ЕС<sup>9</sup>.

### **Швейцария**

В Швейцарии к квалифицированным инвесторам начиная с 1 января 2020 г. будут относиться крупные компании, соответствующие хотя бы двум из следующих требований:

- балансовые активы – не менее 20 млн франков (~1,3 млрд руб.);
- оборот (выручка) – не менее 40 млн франков (~2,6 млрд руб.);
- чистые активы – не менее 2 млн франков (~131 млн руб.)<sup>10</sup>.

В целом критерии, установленные в Швейцарии, явно близки к критериям, предусмотренным в законодательстве ЕС.

### **США**

В США в различных отношениях применяются различные критерии квалификации инвесторов. Так, участвовать в приобретении ценных бумаг, размещаемых без проспекта, могут по общему правилу только аккредитованные инвесторы (аналог отечественной категории квали-

<sup>6</sup> MiFID II Annex II.

<sup>7</sup> MiFID II Annex II Part II. 1.

<sup>8</sup> MiFID II Annex II Part II. 1. Paragraph 4, FCA Handbook COBS 3.5.4.

<sup>9</sup> При этом критерии для признания иных лиц уполномоченными контрагентами в различных странах – членах ЕС могут отличаться. Так, в Великобритании при имплементации MiFID I и II было установлено, что правомочными контрагентами могут признаваться любые профессиональные инвесторы в силу закона и по признанию (FCA Handbook COBS 3.6). В Германии правомочными контрагентами могут признаваться только компании, удовлетворяющие требованиям для признания профессиональными инвесторами в силу закона (WpHG § 31a Abs. 4).

<sup>10</sup> MiFID II Annex II part I. Здесь и далее суммы в рублях рассчитаны по курсу соответствующей валюты по состоянию на 11.12.2019 и округлены по правилу математического округления.

фицированных инвесторов). К их числу относятся, в частности, компании с суммой активов не менее 5 млн долл. США (~317 млн руб.)<sup>11</sup>.

Информация о сделках свопа должна раскрываться лицами, зарегистрированным в качестве дилеров на рынках свопов (swap dealers) или крупных участников рынка свопов (major swap participants), любым контрагентом по договорам свопа, не имеющим указанной регистрации, вне зависимости от их финансовых или нефинансовых показателей<sup>12</sup>. Однако финансовые показатели контрагентов по свопам все же могут учитываться при определении объема их мер защиты. Так, дилеры свопов и крупные участники рынка свопов на ценные бумаги, рекомендовавшие заключить сделку свопа контрагенту, имеющему активы на сумму не менее 50 млн долл. США (~3,17 млрд руб., так называемый «институциональный контрагент»), могут вместо проведения проверки пригодности (suitability) рекомендуемого контрагенту свопа запросить у него определенные заверения. К их числу относятся заверения о том, что инвестор самостоятельно оценивает полученную рекомендацию и соблюдает внутренние процедуры, которые позволяют удостовериться, что сотрудники, оценивающие рекомендацию и принимающие инвестиционное решение, способны это делать<sup>13</sup>.

Также следует отметить, что Dodd-Frank Act 2010 г., по общему правилу, запрещает заключать договоры свопа вне регулируемых торговых площадок с лицами, не являющимися «уполномоченными участниками контракта» (eligible contract participants). К числу «уполномоченных участников контракта» относятся, в частности, юридические лица, которые обладают активами на сумму более 10 млн долл. США (~634 млн руб.). Также к ним могут относиться юридические лица, обладающие активами на сумму более 1 млн долл. США (~63 млн руб.), заключающие договоры свопа для хеджирования коммерческого риска.

### **Гонконг**

По законодательству Гонконга к профессиональным инвесторам (аналог отечественной категории квалифицированных инвесторов) относятся как банки, страховые компании и иные институциональные инвесторы, так и компании, удовлетворяющие определенным имущественным требованиям. В частности, к профессиональным инвесторам относятся корпорации или партнерства, которые соответствуют одному из количественных критериев:

- имеют инвестиционный портфель свыше 8 млн гонконгских долларов (~65 млн руб.);
- имеют балансовые активы более 40 млн гонконгских долларов (~326 млн руб.)<sup>14</sup>.

В 2016 г. регулятор Гонконга дополнил критерии для квалификации корпораций качественными критериями, основанными на оценочных суждениях финансовой организации<sup>15</sup>. Финансовая организация, признавая корпорацию квалифицированным инвестором, должна удостовериться, что такая корпорация обладает надлежащей корпоративной структурой, инвестиционным процессом и системой контроля; лица, принимающие решения за корпорацию, имеют знания и опыт в области инвестиций, должностные лица корпорации понимают риски, связанные с принятием статуса профессионального инвестора<sup>16</sup>.

<sup>11</sup> SEC Regulation D Section 501 (a)(3).

<sup>12</sup> CFTC Regulation 23.431, SEC Rule 240.15Fh-3.

<sup>13</sup> SEC Rule 15Fh-3 (f).

<sup>14</sup> Securities and Futures Ordinance. 571D. Section 6.

<sup>15</sup> См. консультационный доклад гонконгского регулятора, размещенный в 2013 г., и его дальнейшее обсуждение. URL: <https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/consultation/openFile?refNo=13CP1>.

<sup>16</sup> Section 15. 3A SFC Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission.

## Сингапур

В Сингапуре к аккредитованным инвесторам (аналог отечественных квалифицированных инвесторов) относятся среди прочего компании, имеющие чистые активы на сумму 10 млн сингапурских долларов (~462 млн руб.) и выше<sup>17</sup>.

### 3.3.2. Действующее российское регулирование

Закон о рынке ценных бумаг выделяет группы квалифицированных инвесторов в силу закона и по признанию. При этом в число квалифицированных инвесторов в силу закона включаются профессиональные участники рынка ценных бумаг, кредитные организации, некоторые другие институциональные инвесторы, инфраструктурные организации и публично-правовые образования<sup>18</sup>.

Иные юридические лица по своему заявлению могут пройти процедуру признания квалифицированным инвестором в отношении одного вида или нескольких видов ценных бумаг и иных финансовых инструментов, одного вида или нескольких видов услуг, предназначенных для квалифицированных инвесторов<sup>19</sup>.

Признание лица по его заявлению квалифицированным инвестором в настоящее время может осуществляться только брокерами, управляющими и управляющими компаниями паевого инвестиционного фонда. При этом банки, хотя и могут заключать деривативы, обеспеченные судебной защитой, не вправе признавать своего контрагента квалифицированным инвестором.

Для признания юридического лица квалифицированным инвестором по заявлению необходимо, чтобы юридическое лицо являлось коммерческой организацией и соответствовало любому из следующих критериев<sup>20</sup>:

- чистые активы – не менее 200 млн руб.;
- оборот (выручка) – не менее 2 млрд руб.;
- сумма балансовых активов – не менее 2 млрд руб.;
- лицо совершало сделки с ценными бумагами и (или) заключало деривативные договоры за последние четыре квартала в среднем не реже пяти раз в квартал, но не реже одного раза в месяц. При этом совокупная цена таких сделок (договоров) должна составлять не менее 50 млн рублей.

Когда финансовая организация признает инвестора квалифицированным на основании его заявления, сведения об инвесторе должны вноситься в реестр квалифицированных инвесторов, который ведет такая финансовая организация<sup>21</sup>.

Квалифицированный инвестор по признанию имеет право в любое время обратиться к финансовой организации, признавшей его квалифицированным инвестором, с заявлением об исключении его из реестра квалифицированных инвесторов такой организации<sup>22</sup>. Финансовые

<sup>17</sup> *Securities and Futures Act, Section 4A (1) (a).*

<sup>18</sup> П. 2 ст. 51.2 Закона о рынке ценных бумаг.

<sup>19</sup> П. 3 ст. 51.2 Закона о рынке ценных бумаг.

<sup>20</sup> Указание Банка России от 29.04.2015 № 3629-У «О признании лиц квалифицированными инвесторами и порядке ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами» (далее – Указание № 3629-У).

<sup>21</sup> В других исследованных юрисдикциях нами не обнаружены какие-либо реестры квалифицированных инвесторов. Если финансовая организация признает своего клиента квалифицированным инвестором, то в зарубежных юрисдикциях это обычно должно фиксироваться в записях самой финансовой организации об отношениях с этим клиентом наряду с другой информацией (о приобретенных клиентом услугах, о предоставленной ему информации, об определенном инвестиционном профиле и т.д.). Такие записи обычно должны храниться в финансовой организации в течение определенного периода после завершения отношений с клиентом (например, в ЕС – в течение пяти лет).

<sup>22</sup> Лицо может быть исключено из реестра в целом или в отношении определенных видов ценных бумаг, деривативов или услуг. П. 4.4 Указания Банка России № 3629-У.

организации также могут перевести лицо в категорию неквалифицированных инвесторов, если лицо перестало удовлетворять требованиям для категоризации<sup>23</sup>.

Лицо, осуществляющее признание квалифицированным инвестором, обязано требовать от юридического лица, признанного квалифицированным инвестором, подтверждения соблюдения применимых требований в сроки, установленные договором, но не реже одного раза в год<sup>24</sup>.

### 3.3.3. Сравнение критериев квалификации в России и за рубежом

Как видно из таблицы 2, российские количественные критерии для квалификации инвесторов – юридических лиц в ряде случаев превышают зарубежные. В то же время в России не выдвигается каких-либо качественных требований для признания лиц квалифицированными инвесторами, от финансовых организаций не требуется проверять наличие надлежащих корпоративных процедур и необходимой экспертизы у ключевых сотрудников юридического лица перед его квалификацией. Действующее законодательство также не указывает, что категоризация инвестора является основанием для финансовых организаций предполагать наличие у него соответствующих процедур и сотрудников.

Достоинством текущей системы квалификации инвесторов с опорой на количественные критерии является достаточно высокая правовая определенность. В то же время такая система в некоторых случаях может приводить к признанию квалифицированными инвесторами юридических лиц, не обладающих надлежащими корпоративными процедурами и не имеющих сотрудников с достаточной экспертизой. Кроме того, вопрос о проверке финансовой организацией знаний и опыта сотрудников ее контрагента – юридического лица может иметь большое значение в случае спора между юридическим лицом и финансовой организацией о недобросовестной продаже дериватива.

КРИТЕРИИ ДЛЯ ПРИЗНАНИЯ ИНВЕТОРОВ КВАЛИФИЦИРОВАННЫМИ

Табл. 2

	Россия	ЕС и Великобритания, профессиональные инвесторы в силу закона (деятельность по MiFID II)	Великобритания, профессиональные инвесторы в силу закона (деятельность вне MiFID II)	Швейцария	ЕС, профессиональные инвесторы по признанию	США (аккредитованные инвесторы / институциональные контрагенты)	Гонконг	Сингапур
Балансовые активы, млн руб.	2 000	1 403	877	1 309	-	317 / 3 170	326	-
Чистые активы, млн руб.	200	140	-	131	-	-	-	463
Выручка, млн руб.	2 000	2 805	1 753	2 617	-	-	-	-
Сколько количественных критериев нужно соблюсти	1	2	2	2	-	1	1	1
Качественные требования	Нет	Нет	Нет	Нет	Да	Нет	Да	-

<sup>23</sup> П. 3.9 Указания Банка России № 3629-У.

<sup>24</sup> П. 3.7 Указания Банка России № 3629-У.

### 3.3.4. Отнесение крупных компаний к числу квалифицированных инвесторов в силу закона

По действующему российскому законодательству лицо может быть признано финансовой организацией квалифицированным инвестором только на основании его заявления.

Между тем крупные нефинансовые организации имеют все возможности нанять сотрудников либо внешних консультантов, обладающих экспертизой в области сложных финансовых инструментов. Учитывая незначительный объем отечественного деривативного рынка, такие компании имеют достаточно высокие переговорные возможности, чтобы самостоятельно договориться о получении нужной им информации с финансовыми организациями. Напротив, сохранение действующего подхода к квалификации крупнейших нефинансовых компаний позволит таким компаниям требовать у финансовых организаций, заключающих деривативные договоры, раскрывать им информацию как неквалифицированным инвесторам. Такие требования могут выдвигаться в том числе в результате злоупотребления крупнейшими нефинансовыми организациями своими переговорными возможностями. В свою очередь, наличие обязанности по предоставлению информации может создавать риски оспаривания финансовых сделок со ссылкой на неполноту предоставления или недостаточную ясность такой информации.

Существует три варианта решения указанной проблемы. Первый вариант предполагает запрет для неквалифицированных инвесторов – юридических лиц приобретать сложные финансовые инструменты. В этом случае юридическое лицо, имеющее потребность в сложном финансовом инструменте, будет иметь стимул признавать себя квалифицированным инвестором. Однако данный вариант приведет к ограничению доступности сложных финансовых инструментов, в том числе таких, которые могут быть необходимы неквалифицированным нефинансовым организациям для хеджирования их рисков.

Второй вариант предполагает возложение на финансовые организации обязанности по консультированию или оценке инвестиционного профиля неквалифицированных инвесторов – юридических лиц, которым они продают сложные финансовые инструменты. Такой вариант предполагает, что у финансовых организаций появится дополнительный аргумент, который позволит мотивировать контрагентов, обладающих существенными финансовыми возможностями, к направлению заявления о признании их квалифицированными инвесторами. Однако очевидно, что реализация данного варианта не позволит создать значимых стимулов, мотивирующих юридических лиц подавать заявления о признании инвесторов квалифицированными.

Наконец, третий вариант предполагает установить, что крупнейшие нефинансовые организации (например, организации, входящие в топ-250 компаний России по выручке или балансовым активам) являются квалифицированными инвесторами в силу закона. Для них режим квалифицированного инвестора будет применяться автоматически, по факту соответствия количественным критериям, установленным в законодательстве, финансовых показателей, приведенных в их отчетности. Решение о признании таких инвесторов квалифицированными финансовой организацией или самим инвестором не будет требоваться. Этот вариант соответствует практике ЕС и Великобритании. Как и в данных юрисдикциях, квалифицированные инвесторы в силу закона в рамках договора с финансовой организацией смогут согласовать предоставление им информации о сложных финансовых инструментах, а также иные меры, направленные на защиту их интересов.

Предлагаем реализовать последний вариант.

Предлагаем участникам рынка назвать конкретные критерии, позволяющие охватить крупнейшие российские нефинансовые компании, которые целесообразно признавать квалифицированными инвесторами в силу закона.

### 3.3.5. Установление качественных критериев для квалификации

С учетом опыта ЕС и Гонконга предлагаем обсудить возможность введения в России качественных критериев для признания инвестора квалифицированным.

В качестве основного варианта предлагаем обсудить систему, при которой юридическое лицо, соответствующее количественным критериям для отнесения к числу квалифицированных инвесторов по признанию<sup>25</sup>, может быть признано таким инвестором при соблюдении следующих качественных критериев:

а) лицо имеет сотрудников, обладающих достаточными знаниями и опытом для принятия решения о заключении сделок с деривативами, понимания их условий, оценки потенциальных результатов таких сделок и рисков, связанных с ними;

б) лицо организовало надлежащее корпоративное управление и инвестиционный процесс, принимает меры, направленные на контроль уровня принимаемых рисков.

Соответствие таким критериям дает основания предполагать, что юридическое лицо не является слабой стороной отношений и не нуждается в повышенной заботе финансовой организации, а также в особой защите со стороны законодательства и суда.

Однако, как показывает зарубежный опыт, при квалификации инвестора соответствие качественным критериям может:

– оцениваться финансовой организацией исходя из сведений о корпоративном управлении и сотрудниках юридического лица (подход 1) или

– презюмироваться<sup>26</sup>, если инвестор является публично-правовым образованием или соответствует требованиям к финансовым показателям (подход 2).

Предлагаем обсудить введение обязанности финансовой организации проводить проверку качественных критериев (подход 1) в отношении квалифицированных инвесторов по признанию. Порядок проведения такой проверки может быть детализован в стандартах СРО.

В качестве альтернативы предлагаем рассмотреть подход, при котором заявление или собственное решение инвестора о признании его квалифицированным (см. подпункт 3.3.7) является основанием для предположения о соответствии инвестора качественным критериям (подход 2). Это позволит не возлагать на финансовую организацию оценку корпоративных процедур и экспертизы сотрудников инвестора и не создаст риски оспаривания такой оценки инвестором в случае спора с финансовой организацией.

На наш взгляд, соответствие качественным критериям должно презюмироваться (подход 2), если юридическое лицо соответствует критериям для отнесения к числу квалифицированных инвесторов в силу закона. При этом финансовая организация не обязана проверять соответствие данной презумпции действительности.

Полагаем, что введение качественных критериев для категоризации инвесторов позволит использовать категорию инвестора не только в целях решения вопроса об обязанностях по раскрытию информации, но и шире – для оценки стандарта профессионализма инвестора и стандарта заботы его контрагента – финансовой организации в гражданско-правовых спорах. Так, например, при рассмотрении споров о защите от несправедливых договорных условий суд может учитывать реальные переговорные возможности сторон, принимая во внимание уровень их профессионализма<sup>27</sup>.

<sup>25</sup> Подробно о возможных изменениях к действующим количественным критериям см. подпункт 3.3.6.

<sup>26</sup> В силу закона или на основании заверений самого инвестора.

<sup>27</sup> П. 10 Постановления Пленума Высшего арбитражного суда Российской Федерации от 14.03.2014 № 16 «О свободе договора и ее пределах».



### 3.3.6. Изменение количественных критериев для квалификации

Предлагаем с учетом зарубежного опыта обсудить некоторые коррективы в количественные критерии, которые предусмотрены действующим регулированием.

#### ***Необходимость соответствовать одновременно двум количественным критериям для категоризации инвестора в качестве квалифицированного по признанию***

С 2007 по 2013 г. в России инвесторы – юридические лица должны были соответствовать хотя бы двум количественным критериям для признания их квалифицированными инвесторами. В 2014 г. произошел переход к действующему правилу, согласно которому для признания инвестора квалифицированным требуется соответствие хотя бы одному количественному критерию<sup>28</sup>.

С учетом опыта ЕС, Великобритании и Швейцарии предлагаем обсудить возврат к парадигме, при которой для отнесения инвестора к числу квалифицированных по признанию требуется соответствие хотя бы двум количественным критериям. При этом предлагаем не менять числовые значения количественных критериев.

В то же время предлагаем также обсудить подход, при котором инвестор может быть признан квалифицированным, если один из его количественных критериев превышает установленные минимальные значения в несколько раз. Например, может быть установлено, что для признания инвестора квалифицированным необходимо соответствие двум действующим количественным критериям либо хотя бы одному из действующих критериев, касающихся финансового положения, увеличенному в пять раз:

- чистые активы – не менее 1 млрд руб.;
- оборот (выручка) – не менее 10 млрд руб.;
- сумма балансовых активов – не менее 10 млрд руб.

#### ***Снижение количественных требований для квалификации инвесторов по признанию при определении качественных критериев***

Как показано в пункте 3.1.3, российские требования к финансовому положению квалифицированных инвесторов – юридических лиц выше, чем в ряде зарубежных стран. В то же время в России к инвесторам – юридическим лицам не предъявляются качественные требования, которые позволяют оценить экспертизу их сотрудников в области сложных финансовых продуктов.

В связи с этим полагаем, что количественные критерии квалификации инвесторов – юридических лиц по признанию могут быть снижены при условии, что финансовая организация проведет оценку соответствия инвестора качественным критериям (см. подпункт 3.3.5). Предлагаем участникам рынка назвать количественные критерии, которые следует предъявлять к юридическим лицам для их квалификации по признанию при условии оценки качественных критериев.

### 3.3.7. Изменение порядка признания инвестора квалифицированным

#### ***Требования к органу, принимающему решение о признании инвестора квалифицированным***

Предлагаем предусмотреть, что решение о признании хозяйственного общества квалифицированным инвестором принимается советом директоров (наблюдательным советом) такого общества<sup>29</sup>. Риски корпоративной ответственности членов совета директоров, на наш взгляд,

<sup>28</sup> Изменения, внесенные Федеральным законом от 21.12.2013 № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

<sup>29</sup> Или органом, осуществляющим в соответствии с федеральными законами функции совета директоров.

будут мотивировать на проведение более серьезного анализа соблюдения количественных и качественных критериев для квалификации и последствий принятия такого решения.

С учетом предлагаемых изменений банкам не потребуются полномочия для признания инвесторов квалифицированными, соответствующие решения будут принимать сами инвесторы – юридические лица.

#### ***Действие решения инвестора об изменении категории инвестора во времени***

Решение об изменении категории инвестора будет иметь значение только для сделок, заключаемых инвестором с финансовой организацией после принятия соответствующего решения и уведомления об этом соответствующей финансовой организации.

При этом решение о переходе в категорию неквалифицированных инвесторов не будет учитываться при внесении изменений в деривативный договор, заключенный инвестором до принятия такого решения, отчуждения прав по такому договору и заключения оффсетной сделки для закрытия позиции по такому договору.

#### ***Централизованное хранение решений юридических лиц об изменении категории инвестора***

Предлагаем обсудить введение обязательного предоставления доверенному третьему лицу, например репозитарию, информации о решениях инвесторов о признании их квалифицированными и отказе от такого признания. Информация, хранимая у доверенного лица, могла бы использоваться всеми финансовыми организациями – контрагентами юридического лица при проверке его решения о категоризации. Это исключало бы ситуацию, когда при общении с одной финансовой организацией инвестор ссылается на свой статус квалифицированного инвестора, а с другой – утверждает об отсутствии у него такого статуса. В случае споров информация, хранимая у доверенного лица, могла бы предоставляться регулятору и судам.

### **3.3.8. Дополнительные предложения**

#### ***Расширение перечня квалифицированных инвесторов в силу закона***

Категория квалифицированных инвесторов в силу закона требует расширения. В частности, очевидно, что к числу таких инвесторов необходимо отнести Минфин России и Федеральное казначейство. При этом мы допускаем, что в будущем может возникнуть необходимость отнести к квалифицированным инвесторам в силу закона дополнительные категории институциональных участников рынка. В связи с этим предлагаем установить право Банка России относить своим решением юридические лица или их группы к квалифицированным инвесторам.

#### ***Категоризация проектных компаний***

Проектные компании (в отечественном регулировании – специализированные финансовые общества (СФО), специализированные общества проектного финансирования (СОПФ) и ипотечные агенты) в настоящее время не признаются квалифицированными инвесторами в силу закона. Кроме того, такие компании не могут быть признаны квалифицированными инвесторами по их заявлению, так как не удовлетворяют требованиям к финансовому положению, установленным для квалифицированных инвесторов.

В этой связи предлагаем предоставить проектным компаниям право принять решение о признании их квалифицированными инвесторами (см. подпункт 3.4.3) для заключения деривативных договоров, которые могут заключаться в силу прямого указания их устава, без соблюдения требований к финансовым показателям либо количеству ранее совершенных сделок с финансовыми инструментами.

### **Изменение критериев квалификации для иных вопросов, предусмотренных законодательством о рынке ценных бумаг**

Предлагается обсудить, должны ли описанные выше изменения в критерии и порядок категоризации инвесторов затрагивать также иные случаи, в которых категория квалифицированного инвестора используется в действующем законодательстве о рынке ценных бумаг (запреты на приобретение неквалифицированными инвесторами структурных облигаций, иностранных ценных бумаг, не допущенных к публичному обращению в России и так далее).

#### **Вопросы для обсуждения:**

1. *Согласны ли вы с тем, что обязанность по раскрытию информации должна распространяться не только на лиц, заключающих деривативные сделки на систематической основе, но также и на иные финансовые организации, заключающие деривативные сделки время от времени?*

2. *Поддерживаете ли вы предложение о распространении на индивидуальных предпринимателей, заключающих деривативные сделки при осуществлении предпринимательской деятельности, такого же режима защиты инвесторов, как и на юридических лиц?*

3. *Согласны ли вы, что существует проблема отсутствия у юридических лиц стимулов признаваться квалифицированными инвесторами? Какой из возможных вариантов решения проблемы вы поддерживаете:*

(а) запрет заключать сложные деривативные сделки с неквалифицированными юридическими лицами,

(б) введение обязательного консультирования таких лиц о сложных деривативах,

(в) признание крупнейших компаний квалифицированными инвесторами в силу закона?

4. *Какие количественные и качественные критерии, на ваш взгляд, позволят выделить компании, которым в силу их финансовых и переговорных возможностей не требуется предоставлять информацию о сложных деривативных сделках и которые должны признаваться квалифицированными инвесторами в силу закона?*

5. *Следует ли, на ваш взгляд, вводить оценку качественных критериев для квалификации инвесторов – юридических лиц? Согласны ли вы с формулировками предлагаемых критериев?*

6. *Какой из подходов к определению соответствия юридического лица качественным критериям для признания квалифицированным инвестором кажется вам предпочтительным:*

– финансовая организация выносит суждение о соответствии юридического лица качественным критериям на основании исследования его корпоративных процедур и экспертизы ключевых сотрудников (подход 1);

– соответствие критериям презюмируется, если инвестор соответствует требованиям к финансовым показателям, а также принял решение и (или) направил заявление об отнесении себя к числу квалифицированных инвесторов (подход 2)?

7. *Согласны ли вы с предложением о возврате к парадигме, при которой для признания юридического лица квалифицированным инвестором требуется его соответствие хотя бы двум количественным критериям? Следует ли в этом случае установить, что юридическое лицо может признаваться квалифицированным инвестором, если оно соответствует одному из действующих квалификационных критериев к финансовому положению, увеличенному в несколько раз?*

8. *Согласны ли вы с предложением о возможности снижения количественных критериев для признания юридического лица квалифицированным инвестором в случае, если финансовая организация вынесет суждение о соответствии такого лица качественным критериям? Какие количественные критерии целесообразно предъявлять к юридическому лицу в этом случае?*

9. *Согласны ли вы с необходимостью принимать решение о признании хозяйственного общества квалифицированным инвестором советом директоров такого инвестора или органом, осуществляющим его полномочия?*

10. *Следует ли, на ваш взгляд, вводить правила о централизованном хранении решений юридических лиц об изменении категории инвестора?*

11. *Согласны ли вы с предложением о признании проектных компаний квалифицированными инвесторами в силу закона в части заключения деривативных сделок, прямо предусмотренных их уставами?*

12. *Следует ли применять предлагаемые изменения в критерии и порядок категоризации инвесторов также в иных случаях, когда категория квалифицированного инвестора используется в действующем законодательстве о рынке ценных бумаг?*

## 4. ПРЕДОСТАВЛЕНИЕ ИНФОРМАЦИИ, ПРЕДУПРЕЖДЕНИЕ О РИСКАХ И ПЕРЕГОВОРЫ С ИНВЕСТОРАМИ

### 4.1. Нормы-принципы о предоставлении информации

#### 4.1.1. Зарубежное регулирование

Регулирование в ряде зарубежных стран предусматривает принципиальные требования к коммуникациям, исходящим от финансовой организации при предложении финансовых инструментов.

Так, согласно MiFID II, инвестиционная фирма при коммуникации с клиентами должна действовать добросовестно, честно и не допускать введения в заблуждение<sup>1</sup>. IOSCO также рекомендует устанавливать для лиц, выступающих посредниками на рынке деривативов, стандарты делового поведения (business conduct standards), которые предусматривают общие правила о запрете мошенничества, введения в заблуждение и иных злоупотреблений.

#### 4.1.2. Отечественное регулирование

В российском гражданском праве принцип добросовестного поведения распространяется на все отношения<sup>2</sup>. При этом в законодательстве присутствуют нормы, устанавливающие принципы поведения сторон как при ведении переговоров о заключении договоров<sup>3</sup>, так и при исполнении принятых на себя обязательств<sup>4</sup>.

Также законодательством предусмотрено, что заверения об обстоятельствах, имеющих значение для заключения договора, его исполнения, прекращения, предоставленные одной из сторон договора другой стороне, должны быть достоверными<sup>5</sup>. Сторона, которая при заключении договора либо до или после его заключения дала другой стороне недостоверные заверения, несет гражданско-правовую ответственность за недостоверность таких заверений.

Указанные положения законодательства применяются при заключении любых договоров и распространяются в том числе на заключение сделок с финансовыми инструментами.

В связи с этим дополнительное введение в законодательство принципов, посвященных предоставлению информации в рамках предложения финансовых инструментов, отличающихся от общих принципов гражданского права, на наш взгляд, не требуется.

### 4.2. Предоставление информации и правила о коммуникациях в отношениях с квалифицированными инвесторами

#### 4.2.1. Зарубежное регулирование

Финансовые и нефинансовые организации, отнесенные к квалифицированным инвесторам, исторически рассматривались в зарубежном регулировании как не требующие специальной защиты в отношениях с финансовыми организациями. Это связано с наличием у них доста-

<sup>1</sup> Article 24 (3).

<sup>2</sup> П. 3 ст. 1, ст. 10 ГК РФ.

<sup>3</sup> Ст. 434.1 ГК РФ об ответственности за недобросовестное ведение переговоров.

<sup>4</sup> П. 3 ст. 307 ГК РФ.

<sup>5</sup> Ст. 431.2 ГК РФ, а также ст. 178, 179.

точных переговорных возможностей для получения необходимой информации от финансовых организаций и возможности осуществлять независимую экспертизу получаемой информации, в том числе с привлечением квалифицированных внешних консультантов.

Однако соответствующий подход стал меняться, в особенности после мирового финансового кризиса 2008 года. Так, MiFID I 2004 г. не включала правил поведения в отношениях с наиболее квалифицированными клиентами инвестиционной фирмы, признаваемыми правомочными контрагентами. Однако MiFID II 2014 г. предусматривает, что инвестиционная фирма при общении с правомочными контрагентами должна действовать добросовестно, честно и не допускать введения в заблуждение<sup>6</sup>. MiFID II также требует обязательного раскрытия информации инвестиционными фирмами в отношениях как с профессиональными (квалифицированными), так и с неквалифицированными инвесторами, хотя объем информации несколько отличается в зависимости от категории инвестора.

Аналогичным образом IOSCO рекомендует устанавливать и применять стандарты делового поведения для посредников на рынке деривативов к отношениям с квалифицированными клиентами или контрагентами, учитывая, что рынок деривативов в основном сконцентрирован вокруг квалифицированных лиц. В то же время отмечается, что уровень защиты, предоставляемый такими стандартами, может быть дифференцирован в зависимости от категории клиента или контрагента<sup>7</sup>.

#### 4.2.2. Предложения по совершенствованию отечественного регулирования

Предлагаем обсудить подход, при котором юридическое лицо – квалифицированный инвестор по признанию вправе потребовать от финансовой организации предоставления информации о заключаемых с ней сложных деривативах. Финансовая организация может взимать за предоставление информации квалифицированным инвесторам вознаграждение по заранее установленным и равным для всех тарифам.

Полагаем, что на финансовые организации не следует возлагать обязанность предоставлять информацию юридическим лицам – квалифицированным инвесторам в силу закона. Такие юридические лица могут самостоятельно договориться о получении необходимой им информации со своими контрагентами – финансовыми организациями либо с третьими лицами – экспертами в соответствующей области.

### 4.3. Информация, в обязательном порядке предоставляемая инвесторам

#### 4.3.1. Зарубежное регулирование

Предупреждение о рисках, описание существа сделки и последствий совершения сделки в форме сценариев обычно признаются ключевой информацией, которая должна быть предоставлена инвестору при приобретении им финансового инструмента.

Законодательство ЕС<sup>8</sup> требует предоставления инвестиционной фирмой информации о природе и рисках финансового инструмента в объеме, позволяющем принимать информированное инвестиционное решение. При этом объем такой информации должен учитывать категоризацию клиента как розничного или профессионального. К числу такой информации относятся, в частности, описание уровня кредитного плеча и последствий его использования, волатильности инструмента и ограничений по его обороту, обязательств, которые возникают или могут возникнуть у клиента.

<sup>6</sup> Article 30(1).

<sup>7</sup> Рекомендация 7 Доклада IOSCO International Standards for Derivatives Market Intermediary Regulation.

<sup>8</sup> MiFID II, Article 24 (4), MiFID Implementing Directive Article 31.

Законодательство ЕС также требует раскрытия розничному инвестору последствий приобретения структурного продукта в форме сценариев с указанием предположений, на которых такие сценарии основаны<sup>9</sup>. IOSCO рекомендует раскрывать три сценария:

- 1) Сценарий, где базисный актив имеет динамику, позитивную для инвестора.
- 2) Сценарий, где структурный продукт не приносит доходности.
- 3) Негативный сценарий (включая ситуацию прекращения деятельности контрагента по продукту)<sup>10</sup>.

Отдельный акцент в законодательстве США делается на праве лица, заключающего своп-договор с профессиональным участником рынка данных инструментов, потребовать предоставления сценарного анализа в отношении заключаемого договора свопа. При этом сценарный анализ должен быть подготовлен с учетом консультаций с контрагентом и сценариев, рассчитываемых профессиональным участником рынка для целей внутреннего риск-менеджмента<sup>11</sup>. Для свопов на ценные бумаги предоставление сценарного анализа возможно, хотя и не обязательно.

Законодательство США также требует от профессионального участника рынка свопов предоставлять контрагенту по своп-договору информацию о существенных стимулах и конфликтах интересов, которые имеет профессиональный участник рынка свопов, включая вознаграждения в связи с заключением своп-договора, получаемые от любого лица, за исключением контрагента.

Наконец, законодательство США предоставляет неквалифицированному контрагенту право потребовать от профессионального участника рынка свопов предоставления до заключения свопа оценки соответствующего инструмента (pre-trade mid-market mark), рассчитанной на основании котировки центрального контрагента, а для свопов, которые не подлежат централизованному клирингу, – на основании рыночных котировок, математических моделей или их комбинации<sup>12</sup>.

Судебная практика в Германии требует раскрытия банком при заключении дериватива с юридическим лицом факта отрицательной рыночной стоимости (negative market value) данного финансового инструмента в момент заключения, так как отрицательная рыночная стоимость может свидетельствовать об изначальной невыгодности договора для юридического лица<sup>13</sup>.

В Гонконге регулятор в рамках рекомендательного кодекса поведения для лицензированных участников финансового рынка опубликовал стандартные предупреждения о рисках сделок с отдельными видами финансовых инструментов (в том числе фьючерсов и опционов)<sup>14</sup>. Регулятор рекомендует предоставлять такие предупреждения клиентам для исполнения общей обязанности финансовых организаций по раскрытию информации.

#### 4.3.2. Предложения по совершенствованию отечественного регулирования

##### **Объем предоставляемой информации**

В рамках отечественного регулирования предлагается установить, что информация о деривативах, предоставляемая неквалифицированному инвестору, должна включать:

- а) информацию, касающуюся содержания деривативной сделки и наиболее важных ее условий;

<sup>9</sup> PRIIPS Article 8 (3) (d) (iii).

<sup>10</sup> Regulation of Retail Structured Products. Final Report. December 2013. P. 26–27.

<sup>11</sup> CFTC Regulation 23.431 (b).

<sup>12</sup> CFTC Regulation 23.431(d), SEC Rule 240.15Fh-3(c).

<sup>13</sup> См., в частности, Jansen J.D. Case Note—Judgment of the Bundesgerichtshof (Federal Court of Justice of Germany) of 22 March 2011: Passion to Inform - BGH Expands Banks' Advisory Duties // German Law Journal 12(7). P. 1492-1509.

<sup>14</sup> SFC Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission. Schedule 1.

б) описание финансовых рисков, связанных с использованием данного финансового инструмента;

в) описание возможных сценариев (как минимум одного позитивного для инвестора, одного нейтрального и одного негативного), демонстрирующих потенциальный финансовый результат от дериватива в тех или иных обстоятельствах с указанием используемых предположений.

Например, по договору расчетного процентного fixed-for-floating свопа должна предоставляться следующая информация:

а) описание существа свопа, в частности пояснение, что инструмент предусматривает уплаты сторонами разницы между процентами на определенную сумму по определенной плавающей ставке и по заранее установленной фиксированной ставке;

б) риски, связанные со свопом, в частности:

- риск негативного влияния изменения процентной ставки,
- риск дефолта контрагента,
- возможные обязательства по внесению дополнительной маржи (маржин колл);

в) сценарное раскрытие: описание потенциального финансового результата от свопа при различных изменениях плавающей ставки (например, значения трехмесячного MosPrime Rate 5%, 7% и 9%).

Предлагаем рассмотреть необходимость предоставления информации (1) об оценке дериватива и (или) о факте его отрицательной оценки и (2) о конфликтах интересов на стороне финансовой организации.

Также предлагаем обсудить, должна ли предоставляемая информация учитывать влияние на профиль риска заключаемого деривативного договора иных финансовых договоров, заключенных финансовой организацией с инвестором, а также особенностей деятельности и финансового положения инвестора, которые известны финансовой организации. Подробное исследование особенностей деятельности и финансового положения инвестора обычно является составной частью обязанности по инвестиционному профилированию клиента, которую несет только инвестиционный советник либо доверительный управляющий. Однако мы допускаем, что может быть целесообразно обязать финансовую организацию, заключающую с юридическим лицом деривативный договор, но не выступающую консультантом или управляющим, учитывать при подготовке предоставляемой информации уже имеющиеся у нее сведения о юридическом лице, не запрашивая новые.

Предлагаем обсудить закрепление в законодательстве возможности утвердить базовые стандарты СРО профессиональных участников рынка ценных бумаг (в первую очередь имеются в виду СРО брокеров и дилеров), регулирующие вопросы предоставления информации при заключении соответствующими профессиональными участниками рынка ценных бумаг деривативных сделок. Такие базовые стандарты могли бы устанавливать требования к объему раскрываемой информации и степень, в которой информация должна быть дополнена или модифицирована по сравнению со стандартизованным описанием, с тем чтобы отражать риски конкретной сделки. Обращаем внимание, что такие стандарты не будут распространяться на кредитные организации, не имеющие лицензий профессиональных участников.

В качестве альтернативы возможно рассмотреть закрепление требований к предоставляемой информации в нормативном акте Банка России.

### ***Порядок предоставления обязательной информации***

Информация должна предоставляться до заключения деривативной сделки, в том числе перед заключением каждого деривативного договора в рамках генерального соглашения. При этом информация об общих рисках, связанных с операциями с деривативами, которые могут заключаться по генеральному соглашению, должна предоставляться при заключении такого соглашения и может не воспроизводиться в дальнейшем.



В случае внесения каких-либо изменений в условия деривативного договора, в том числе при реструктуризации задолженности по такому договору, инвестору должны быть сообщены изменения к ранее предоставленной информации, учитывающие осуществляемые изменения.

### **Предоставление иной информации**

Законодательством ЕС<sup>15</sup> предусматривается также обязанность предоставлять иную информацию при предложении заключить деривативный договор. К такой информации относится:

- информация о финансовой организации;
- информация о комиссиях и иных платежах, взимаемых финансовой организацией, которые не связаны с колебаниями базового актива;
- информация об используемой инфраструктуре.

Указанная информация не касается содержания деривативного договора. Введение такой обязанности в зарубежных правовых системах было продиктовано скорее желанием защитить интересы получателей любых финансовых услуг, имеющих недостаточные переговорные возможности.

Предлагаем обсудить необходимость специального закрепления таких обязанностей применительно к случаям продажи деривативов юридическим лицам. Возможно, что закрепление такой обязанности в отношении с юридическими лицами нецелесообразно, так как они при необходимости могут самостоятельно затребовать данную информацию.

### **Вопросы для обсуждения:**

1. *Согласны ли вы, что в законодательстве не требуется предусматривать дополнительные нормы-принципы о предоставлении информации?*
2. *Поддерживаете ли вы предложение о том, что квалифицированным инвесторам в силу закона не требуется предоставлять информацию о сложных деривативах?*
3. *Следует ли, на ваш взгляд, вводить правило о том, что квалифицированные инвесторы по признанию вправе потребовать предоставления информации от финансовой организации, а финансовая организация вправе взимать плату за ее предоставление?*
4. *Считаете ли вы какие-либо из предлагаемых требований об объеме предоставляемой информации излишними? Следует ли ввести обязанность предоставлять какую-либо дополнительную информацию?*
5. *Следует ли включать в предоставляемую информацию сведения (1) об оценке дериватива, в том числе о фактах его отрицательной оценки и (2) о возможных конфликтах интересов на стороне финансовой организации?*
6. *Должна ли предоставляемая информация учитывать влияние на профиль риска заключаемого деривативного договора иных финансовых договоров, заключенных финансовой организацией с инвестором, а также особенностей деятельности и финансового положения инвестора, которые известны финансовой организации?*
7. *Согласны ли вы с предлагаемыми требованиями к форме и порядку предоставления информации инвесторам?*
8. *В каких документах, на ваш взгляд, целесообразно закрепить требования к содержанию информации о деривативах, предоставляемой инвесторам, – в базовых стандартах СРО профессиональных участников рынка ценных бумаг или в нормативном акте Банка России?*

<sup>15</sup> MiFID II Article 24 (4).

## 5. ГРАЖДАНСКО-ПРАВОВЫЕ МЕРЫ ЗАЩИТЫ ПРИ НАРУШЕНИИ ИНФОРМАЦИОННЫХ ОБЯЗАННОСТЕЙ

### 5.1. Гражданско-правовые меры защиты по законодательству зарубежных стран

В исследованных зарубежных правовых системах (Великобритания, Германия, Австрия, Франция, Италия, Испания, Нидерланды)<sup>1</sup> встречаются четыре возможных средства защиты инвестора от нарушения финансовыми организациями обязанностей по раскрытию информации, а также иных обязанностей, связанных с защитой интересов инвестора как слабой стороны (далее – поведенческие обязанности).

#### 5.1.1. Признание договора ничтожным

Такая возможность существовала в Италии в 2003–2007 гг., когда отдельные суды нижестоящих инстанций признавали сделки недействительными в связи с противоречием императивным нормам и публичному порядку (ст. 1418 Итальянского Гражданского кодекса).

#### 5.1.2. Оспаривание договора по мотиву заблуждения или обмана

Такая возможность существует в Испании, Австрии, Нидерландах. В Испании в случае признания договора недействительным наряду с возвратом всего полученного также существует возможность компенсации убытков пострадавшей стороны в результате упущенной возможности инвестирования в более выгодные продукты. Однако на практике такая компенсация присуждается сравнительно редко. При этом испанская судебная практика различает случаи, когда заблуждение является достаточно существенным для признания деривативного договора недействительным (например, если розничному инвестору не было предоставлено почти никакой информации о продукте) и не является таковым (например, если инвестору не была раскрыта информация только о стоимости досрочного прекращения финансового продукта, но были раскрыты все иные существенные сведения). В Италии возможность оспаривания договора по мотиву заблуждения или обмана существовала с 2003 по 2007 год.

#### 5.1.3. Расторжение договора

Расторжение деривативного договора вследствие нарушения поведенческих обязанностей допускается, в частности, в Испании. В качестве основания рассматриваются существенные нарушения договорных обязанностей или нарушения преддоговорных обязанностей, который были «ассимилированы», то есть стали признаваться частью договорных обязанностей после заключения договора. При этом в Испании по общему правилу расторжение предполагает реституцию всего исполненного сторонами (ретроспективный эффект), за исключением долгосрочных договоров.

<sup>1</sup> *A Bank's Duty of Care*. Edited by D. Busch, C. van Dam, Hart Publishing, 2017; M. Andenas. *Commercial Law, Investor Protection, EU and Domestic Law // The Future of the Commercial Contract in Scholarship and Law Reform*. Edited by M. Heidemann, J. Lee, Springer, 2018.

#### 5.1.4. Возмещение убытков

Возмещение убытков – это наиболее распространенная санкция, она присутствует во всех изученных правовых порядках. При этом взыскание убытков может базироваться на договорной, преддоговорной или внедоговорной (деликтной) ответственности, в зависимости от особенностей местной системы права.

При этом каждый правовой порядок имеет свои особенности в части способов оценки интересов пострадавшего лица. Как правило, убытки сводятся к упущенной выгоде от неосуществленной в связи с нарушением поведенческой обязанности сделки. Так, если речь идет об инвестировании в ценные бумаги и инвестиционные продукты, то за упущенную выгоду принимается доход, который инвестор смог бы получить, вложив потраченные средства в подходящие для него финансовые продукты. Однако не кажется очевидным, что инвестор в любой ситуации мог бы получить такой доход. Так, во Франции для определения убытков инвесторов применяется доктрина «упущенного шанса». По этой доктрине компенсации подлежат не все возможные прибыли от потенциальных инвестиций, а только их доля в зависимости от вероятности получения такой прибыли в случае, если бы потребитель инвестировал в доходный и надежный продукт. В других правовых порядках проводится принцип полной компенсации. Австрийские суды облегчают себе задачу по доказыванию потенциальной суммы убытков тем, что используют в таких случаях право суда определять сумму на основании критериев разумности и не отказывают в иске в случае, если истец не сможет его доказать.

#### 5.1.5. Соотношение недействительности и иных мер защиты от нарушения поведенческих обязанностей

Показательным является развитие судебной практики по сделкам, совершенным в связи с нарушением поведенческих обязанностей, в Италии. С 2003 г. количество судебных исков против брокеров в результате продажи сомнительных финансовых продуктов резко возросло, и суды столкнулись с проблемой выбора наиболее подходящего средства защиты. В практике встречались три группы дел:

- 1) сделки признавали ничтожными на основании противоречия императивным нормам закона;
- 2) сделки признавали недействительными на основании ошибки или обмана;
- 3) присуждали убытки на основании договорной и преддоговорной ответственности брокера.

В 2007 г. Верховный суд Италии положил конец противоречивой практике в прецедентном решении. Во-первых, суд постановил, что нормы закона в данном случае не нарушаются, и поэтому сделка не может быть признана недействительной в связи с противоречием закону. Во-вторых, он расширительно истолковал правила о преддоговорной ответственности, распространив ее, помимо случаев недобросовестного прерывания переговоров, на случаи нарушения поведенческих обязанностей. В-третьих, Верховный суд Италии указал, что применение норм об обмане и заблуждении не оправдано, так как, несмотря на нарушение поведенческих обязанностей, договор все равно был бы заключен, хотя и на других условиях. Такой подход соответствует устоявшейся практике итальянских судов, которая различает нормы, нарушение которых влечет недействительность договора, и нормы о поведенческих обязанностях, нарушение которых влечет только взыскание убытков и расторжение договора.

Недействительность как последствие нарушения поведенческих обязанностей также на практике не применяется в Великобритании, Германии, Франции и Ирландии.

## 5.2. Гражданско-правовые меры защиты по российскому законодательству

В случае заключения с инвестором деривативного договора в нарушение обязанностей по предоставлению информации о существовании сделки и связанных с ней рисках российское законодательство и судебная практика позволяют инвестору использовать следующие меры защиты:

1. Признание договора с финансовой организацией ничтожным в связи со злоупотреблением правом со стороны финансовой организации либо в связи с заключением договора с целью, противной основам правопорядка или нравственности.
2. Признание договора с финансовой организацией недействительным как оспоримой сделки, заключенной под влиянием обмана или существенного заблуждения.
3. Отказ от договора с финансовой организацией при предоставлении недостоверного заявления об обстоятельствах, имеющих существенное значение.
4. Расторжение или изменение договора при несправедливых договорных условиях.
5. Отказ в защите права в связи со злоупотреблением правом, в том числе при несправедливых договорных условиях.
6. Взыскание убытков с финансовой организации.

Нормы, регулирующие условия применения данных мер защиты, отличаются: данные меры имеют различный срок исковой давности, предусматривают различный объем возмещения и т.д. (таблица 3).

## 5.3. Предложения по совершенствованию регулирования

В судебной практике многих стран возможность признания сделки ничтожной в связи с нарушением финансовой организацией своих «поведенческих обязанностей» ограничивается (см. раздел 5.1, таблицу 3).

В рамках действующей систематики российского права невозможно лишить инвестора права требовать признания сделки недействительной в связи с нарушением поведенческих обязанностей по деривативным сделкам, заключенным с финансовой организацией.

В то же время применение режима ничтожности ко всем случаям нарушения поведенческих обязанностей выглядит неоправданно, учитывая, что законодатель предусмотрел специальный режим для оспаривания сделок, совершенных под влиянием заблуждения и обмана. Как видно из проведенного анализа, для ничтожных сделок предусмотрен режим, менее благоприятный по отношению к финансовым организациям, чем для оспоримых сделок, поскольку для ничтожных сделок установлен более длительный срок исковой давности. Кроме того, юридический состав, необходимый для признания сделки недействительной по специальным основаниям, более конкретизирован, четче определен предмет доказывания.

Отметим, что в пользу применения правил об оспоримых, а не о ничтожных сделках, в том числе в части исковой давности, в случае нарушения поведенческих обязанностей высказался апелляционный суд в деле ПАО «Транснефть» против ПАО «Сбербанк»<sup>2</sup>. В пользу невозможности признания сделки ничтожной в связи со злоупотреблением правом при наличии специ-

<sup>2</sup> Постановление 9-го арбитражного апелляционного суда от 30 августа 2017 г. по делу № А40-3903/2017.

## ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ЗАЩИТЫ ПРАВ В СЛУЧАЕ НАРУШЕНИЯ ИНФОРМАЦИОННЫХ ОБЯЗАННОСТЕЙ

Табл. 3

	Ничтожность	Оспоримость	Отказ от договора во внесудебном порядке	Расторжение или изменение договора в судебном порядке	Отказ в защите права	Взыскание убытков
Основание и бремя доказывания	Недобросовестное поведение лица, заключившего сделку. Цель совершенной сделки заведомо противна основам правопорядка или нравственности <sup>1</sup>	Заблуждение настолько существенное, что контрагент не совершил бы сделку. Обман, в том числе умышленное умолчание об обстоятельствах, которые явились причиной совершения сделки <sup>2</sup>	Предоставление недостоверного заверения об обстоятельствах, имеющего существенное значение. Лицо исходило или имело разумные основания исходить из того, что контрагент будет полагаться на заверения <sup>3</sup> . Умолчание об обстоятельствах не является основанием для отказа от договора. Вина в недостоверности заверения не требуется	Договор, заключенный путем присоединения или при явном неравенстве переговорных возможностей, если он: – лишает слабую сторону обычно предоставляемых прав; – ограничивает ответственность сильной стороны; – содержит явно обременительные для слабой стороны условия <sup>4</sup>	Злоупотребление правом, несправедливые договорные условия <sup>5</sup>	Нарушение права, наличие и размер убытков, причинно-следственная связь между ними <sup>6</sup>
Исковая давность	Для стороны сделки три года с момента начала исполнения или принятия такого исполнения <sup>7</sup>	Один год с момента, когда лицо узнало или должно было узнать об обмане или заблуждении <sup>8</sup>	Отказ от договора должен быть заявлен в разумный срок после того, как сторона выявила или должна была выявить ложность заверений <sup>9</sup> . Для требования о возврате исполненного по расторгнутому договору срок давности три года со дня, когда лицо узнало или должно было узнать о нарушении своего права и о том, кто является надлежащим ответчиком по иску, но не более 10 лет со дня нарушения права (далее – общий срок исковой давности)	Общий срок исковой давности	Общий срок исковой давности	По большинству оснований – общий срок исковой давности <sup>10</sup>
Возможность отказа в иске в связи с предшествующим поведением истца («эстоппель»)	Не могут требовать признания сделки недействительной: – недобросовестные лица, в том числе если их поведение давало основание другим лицам полагаться на действительность сделки <sup>11</sup> ; – предприниматель, принявший исполнение и не исполнивший свое обязательство <sup>12</sup>	Не могут требовать признания сделки недействительной лица: – которые давали понять другим лицам, что сделка действительна <sup>13</sup> ; – из поведения которых явствует воля сохранить силу сделки <sup>14</sup> , если в соответствующий момент сторона знала или должна была знать о наличии оснований для оспаривания <sup>15</sup>	Сторона, заявившая об отказе от договора, своими действиями может подтвердить существование договора <sup>16</sup>	Не закреплено	Не закреплено	Не закреплено

Значение для представлений, ранее осуществленных сторонами по сделке (перспективный или ретроспективный эффект)	Ретроспективное по общему правилу, но может быть и перспективное <sup>17</sup>	Ретроспективное по общему правилу, но может быть и перспективное <sup>18</sup>	По общему правилу перспективное. Ретроспективное возможно, в частности: 1) если это вытекает из характера изменения договора; 2) в случае истребования неравноценных представлений; 3) если это следует из обычной или взаимоотношений сторон <sup>19</sup>	По ст. 428 ретроспективное по общему правилу, но может быть перспективное, если это установлено законом или вытекает из существа обязательства <sup>20</sup>	Ретроспективное по общему правилу, но может быть и перспективное <sup>21</sup>	Возмещение убытков само по себе не предусматривает возврата ранее осуществленных представлений
Международный опыт (на основании исследованных публикаций)	Применимо в Испании	Применяется в Испании, Австрии, Нидерландах. Не применяется в Великобритании, Германии, Франции, Италии и Ирландии	В исследованном материале данной информации не обнаружено	Расторжение применимо при нарушении поведенческих обязанностей в Испании, Италии и Нидерландах, но не в связи с несправедливыми договорными условиями. В Испании несправедливое условие может быть исключено из договора (аналог изменения договора)	В исследованном материале данной информации не обнаружено	Применяется во всех странах

<sup>1</sup> Ст. 10, 168, 169 ГК РФ. П. 9 Постановления Пленума ВАС РФ от 14.03.2014 № 16.

<sup>2</sup> Ст. 178, п. 2 ст. 179 ГК РФ.

<sup>3</sup> Ст. 431.2 ГК. Согласно п. 4 указанной статьи «Последствия, предусмотренные пунктами 1 и 2 настоящей статьи, применяются к стороне, давшей недостоверные заверения при осуществлении предпринимательской деятельности независимо от того, было ли ей известно о недостоверности таких заверений, если иное не предусмотрено соглашением сторон.

В случаях, предусмотренных абзацем первым настоящего пункта, предполагается, что сторона, предоставившая недостоверные заверения, знала, что другая сторона будет полагаться на такие заверения».

<sup>4</sup> П. 2, 3 ст. 428 ГК РФ.

<sup>5</sup> Ст. 10 ГК РФ, п. 9 Постановления Пленума ВАС РФ от 14.03.2014 № 16.

<sup>6</sup> Ст. 15, п. 4 ст. 10, п. 4 ст. 179, абз. 3 п. 6 ст. 178, п. 1 ст. 431.2, ст. 1064 ГК РФ. Размер убытков может быть определен судом, причинно-следственная связь может презюмироваться.

<sup>7</sup> Ст. 181 ГК РФ. Абз. 4 п. 71 Постановления Пленума Верховного Суда РФ от 23.06.2015 № 25: возражение ответчика о том, что требование истца основано на ничтожной сделке, оценивается судом по существу независимо от истечения срока исковой давности для признания этой сделки недействительной.

<sup>8</sup> Ст. 181 ГК РФ.

<sup>9</sup> Исходя из п. 3 ст. 1, ст. 10 и п. 3 ст. 307 ГК РФ, а также п. п. 4, 5 ст. 450.1 ГК РФ. См. Договорное и обязательственное право (общая часть) постатейный комментарий к статьям 307–453 Гражданского кодекса Российской Федерации / В. В. Байбак, Р. С. Бевзенко, О. А. Беляева и др.; отв. ред. А. Г. Карапетов. М.: М-Логос, 2017. Электронное издание. Редакция 1.0. 1120 с. // СПС «КонсультантПлюс»

<sup>10</sup> По основаниям ст. 178 и 179 ГК РФ срок исковой давности 1 год (ст. 181 ГК РФ).

<sup>11</sup> П. 5 ст. 166 ГК РФ, п. 70 Постановления Пленума Верховного Суда РФ от 23.06.2015 № 25.

<sup>12</sup> За исключением случаев признания договора недействительным по основаниям, предусмотренным ст. 173, 178 и 179 ГК РФ, а также если предоставленное другой стороной исполнение связано с заведомо недобросовестными действиями этой стороны. П. 2 ст. 431.1 ГК РФ.

<sup>13</sup> П. 5 ст. 166 ГК РФ.

<sup>14</sup> Речь идет об оспаривании сделки по основанию, о котором сторона знала или должна была знать на момент изъявления воли. П. 2 ст. 166 ГК РФ.

<sup>15</sup> Так как из самой сути обмана и заблуждения следует, что на момент заключения сделки обманутая или заблуждавшаяся сторона не знает о наличии основания для оспаривания сделки, эти основания «эстоппеля» редко могут быть применены к сделкам, заключенным под влиянием обмана и заблуждения.

<sup>16</sup> П. 5 ст. 450.1 ГК РФ.

<sup>17</sup> П. 3 ст. 167 ГК РФ, п. 31 Постановления Пленума Верховного Суда РФ № 13, Пленума ВАС РФ № 14 от 08.10.1998: «При признании недействительной по иску лица, получившего денежную сумму, оспоримой сделки (займа, кредита, коммерческого кредита), предусматривавшей уплату процентов на переданную на основании этой сделки и подлежащую возврату сумму, суд с учетом обстоятельств дела может прекратить ее действие на будущее время (пункт 3 статьи 167 Кодекса). В этом случае проценты в соответствии с условиями сделки и в установленном ею размере начисляются до момента вступления в силу решения суда о признании оспоримой сделки недействительной. После вступления в силу решения суда проценты за пользование денежными средствами начисляются на основании пункта 2 статьи 1107 Кодекса.» (далее – Постановление № 13/№14).

<sup>18</sup> П. 3 ст. 167 ГК РФ, п. 31 Постановление № 13/№14.

<sup>19</sup> П. 1 ст. 450.1 ГК РФ, абз. 2 п. 4 ст. 453 ГК РФ, абз. 2 п. 13 Постановления Пленума Верховного Суда РФ от 22.11.2016 № 54.

<sup>20</sup> Абз. 2 ст. 428 ГК РФ

<sup>21</sup> П. 3 ст. 167 ГК РФ, п. 31 Постановления № 13/14.

альных оснований для оспаривания такой сделки в законе в недавнем деле высказался также Верховный Суд Российской Федерации<sup>3</sup>.

Полагаем, что в рамках реформы законодательства возможно ограничить признание сделки ничтожной. Это можно сделать, прямо закрепив возможность оспаривания сделки при нарушении информационных обязанностей вследствие заблуждения и обмана. При этом вероятность признания сделки недействительной при частичном нарушении информационных обязанностей также будет снижена в результате достаточно высокого порога доказывания, предусмотренного ст. 178, 179 ГК РФ.

Предлагаем закрепить в законодательстве следующие правила о последствиях нарушения информационных обязанностей закрепить в законодательстве:

а) по общему правилу финансовая организация обязана возместить по требованию юридического лица убытки, причиненные ему непредоставлением информации или предоставлением недостоверной информации;

б) юридическое лицо, полагавшееся на недостоверную информацию, имеющую для него существенное значение, вправе также отказаться от деривативного договора;

в) юридическое лицо, заключившее договор под влиянием обмана или существенного заблуждения, вызванного предоставлением недостоверной информации либо уклонением от предоставления информации, вправе вместо отказа от договора требовать признания договора недействительным (ст. 179, 178 ГК РФ).

Данные правила будут аналогичны правилам о последствиях предоставления недостоверных заверений<sup>4</sup>.

Предлагаем обсудить необходимость закрепления в качестве мер защиты от нарушения информационных обязанностей расторжения или изменения договора в судебном порядке, а также отказа в защите права. При этом предлагаем учитывать, что судебное расторжение договора выполняет в целом ту же функцию, что и отказ от договора, а такая форма защиты, как отказ в защите права, не обнаружен в исследованных публикациях о регулировании мисселинга в зарубежных правовых порядках.

#### **Вопросы для обсуждения:**

1. Поддерживаете ли вы закрепление в законодательстве предложенных последствий нарушения информационных обязанностей финансовых организаций по отношению к юридическим лицам? Требуется ли, на ваш взгляд, закрепить иные нормы о последствиях нарушения информационных обязанностей (например, только право требовать возмещения убытков)?

2. Требуется ли закрепить в качестве мер защиты от нарушения информационных обязанностей расторжения или изменения договора в судебном порядке, а также отказа в защите права?

3. Требуется ли, на ваш взгляд, закрепить специальные нормы об административной ответственности финансовых организаций, нарушающих правила о предоставлении информации?

<sup>3</sup> См. Определение ВС РФ от 17.12.2018 № 309-ЭС18-14765 по делу № А71-14776/2015. В Определении указано, что согласно п. 4 Постановления Пленума ВАС РФ от 23.12.2010 № 63 «О некоторых вопросах, связанных с применением главы III. 1 Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)» наличие специальных оснований оспаривания сделок не препятствует суду квалифицировать сделку, при совершении которой допущено злоупотребление правом, на основании ст. 10 и 168 ГК РФ. При этом суд указал, что в данном пункте речь идет о сделках с пороками, выходящими за пределы дефектов подозрительных сделок и сделок с предпочтением. Верховный суд отметил, что нижестоящие суды не указали, чем в условиях конкуренции норм о недействительности пороки совершенной сделки выходили за пределы диспозиции ст. 61.2 Закона о банкротстве. Фактически квалификация сделок по правилам ст. 10 и 168 ГК РФ позволила нижестоящим судам обойти ограничения на оспаривание, установленное п. 1 ст. 61.4 Закона о банкротстве. Более того, данный подход приводит к тому, что содержание специальных оснований недействительности теряет смысл, так как полностью поглощается содержанием норм о злоупотреблении правом.

<sup>4</sup> П. 1–3 ст. 431.2 ГК РФ.

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

**CFTC** – Комиссия по торговле товарными фьючерсами США

**ETF** – торгуемые на бирже инвестиционные фонды

**IOSCO** – Международная организация комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions)

**MiFID I** – Директива Парламента и Совета Европейского союза «О рынках финансовых инструментов» № 2004/39/ЕС

**MiFID II** – Директива Парламента и Совета Европейского союза «О рынках финансовых инструментов и вносящая изменения в Директиву № 2002/92/ЕС и Директиву № 2011/61/ЕС» № 2014/65/ЕС

**MiFID Implementing Directive** – Директива Европейской комиссии № 2006/73/ЕС

**SEC** – Комиссия по ценным бумагам и биржам США

**WpHG** – Закон о торговле ценными бумагами (Wertpapierhandelsgesetz) Германии

**ГК РФ** – Гражданский кодекс Российской Федерации

**Закон о рынке ценных бумаг** – Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»

**ПФИ, дериватив, деривативная сделка** – производный финансовый инструмент как данный термин определен в статье 2 Закона о рынке ценных бумаг

**СРО** – саморегулируемая организация

**Финансовая организация** – профессиональный участник рынка ценных бумаг либо банк