

DOI: 10.17803/1729-5920.2026.238.9.048-060

А. М. ЛаптеваНациональный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»
г. Москва, Российская Федерация

Профессиональные участники инвестиционного рынка: понятие, виды, модели допуска

Резюме. Статья посвящена особенностям правового статуса профессиональных участников инвестиционного рынка, которые играют значительную роль в процессе перераспределения потоков финансового капитала, что особенно ярко проявляется при взаимодействии с населением. От надлежащей правовой регламентации деятельности профессиональных участников зависит не только качество оказываемых ими услуг, но и стабильность инвестиционного рынка в целом. В самом общем виде деятельность этих субъектов состоит в том, что они на квалифицированной основе оказывают содействие инвесторам и реципиентам инвестиций в процессе совершения сделок, обеспечивающих инвестирование. Между тем современный инвестиционный рынок не является статичным и на нем постоянно происходят изменения, такие как цифровизация, трансформация его структуры, смещение границ между функциями его участников и др. Обозначенные факторы необходимо учитывать и при правовом регулировании отношений в данной области. Автор приходит к выводу, что деятельность профессиональных участников подлежит специальной регламентации в целях стимулирования инвестиционной деятельности, обеспечения ее безопасности и прозрачности, а также снижения негативных последствий, возникающих на инвестиционном рынке. В связи с этим законодатель предъявляет повышенные требования к таким участникам. Они касаются организационной формы, финансовой устойчивости, внутренней структуры, лицензирования, наличия специальных реестров, запретов на совмещение отдельных видов деятельности, деловой репутации.

Ключевые слова: профессиональный участник; инвестиции; инвестиционный инструмент; инвестиционная деятельность; инвестиционный рынок; финансовый рынок; кредитные организации; банки; профессиональные участники рынка ценных бумаг

Для цитирования: Лаптева А. М. Профессиональные участники инвестиционного рынка: понятие, виды, модели допуска. *Lex russica*. 2026. Т. 79. № 9. С. 48–60. DOI: 10.17803/1729-5920.2026.238.9.048-060

Professional Participants of the Investment Market: The Concept, Types, and Market Access Models

Anna M. LaptevaNational Research University
«Higher School of Economics»
Moscow, Russian Federation

Abstract. The paper examines the specific features of the legal status of professional participants in the investment market that play a significant role in the redistribution of financial capital flows, particularly in their interactions with retail investors. The quality of the services they provide, as well as the overall stability of the investment market, depends on the proper legal regulation of their activities. In general terms, these entities provide qualified assistance to investors and investment recipients in carrying out transactions that facilitate investment. At the same time, the contemporary investment market is not static: it is continually affected by such developments as digitalization, structural transformation, and the blurring of the boundaries between the functions of its participants. These factors must likewise be taken into account in the legal regulation of the relevant relationships. The author concludes that the activities of professional participants require specific

© Лаптева А. М., 2026

regulation in order to ensure the security and transparency of investment activities, promote their development, and mitigate adverse consequences arising in the investment market. Accordingly, the legislature imposes enhanced requirements on such participants, relating to their organizational form, financial soundness, internal structure, licensing, inclusion in specialized registers, restrictions on combining certain types of activities, and business reputation.

Keywords: professional participant; investments; investment instrument; investment activities; investment market; financial market; credit institutions; banks; professional securities market participants

Cite as: Lapteva AM. Professional Participants of the Investment Market: The Concept, Types, and Market Access Models. *Lex russica*. 2026;79(9):48-60. (In Russ.). DOI: 10.17803/1729-5920.2026.238.9.048-060

Введение

Наличие разветвленной системы профессиональных участников, играющих существенную роль во взаимосвязи инвесторов и реципиентов инвестиций, является одним из индикаторов успешного инвестиционного рынка.

Особую роль эти субъекты играют при обслуживании населения (так называемых розничных инвесторов¹), которое традиционно имеет ограниченный доступ для вложений в реальный сектор экономики. Так, немалая часть инвестиционных ресурсов, как отмечают экономисты, формируется за счет сбережений населения, участвующего в инвестиционной деятельности при помощи финансового рынка² (финансовых посредников). Это подтверждают и данные Банка России: количество розничных инвесторов за III квартал 2024 г. достигло 33,8 млн лиц (44 % экономически активного населения страны)³. Соответственно, участие населения в инвестиционной деятельности является одним из ключевых признаков развитого финансового рынка.

В экономической теории выделяются три потока перераспределения финансового капитала⁴:

1) прямые инвестиции, охватывающие вложения в акционерный капитал с получением

дивидендов и прибыли на инвестированный капитал;

2) фондовый рынок, с помощью которого соединяются множество индивидуальных инвесторов, вкладывающих денежные средства в различные финансовые инструменты. Такими инструментами, как правило, являются бездокументарные ценные бумаги (акции, облигации), массово выпускаемые эмитентами, соответственно, требующие контроля со стороны публично-правового образования, а также производные финансовые инструменты, предназначенные для определенной профессиональной группы инвесторов. При этом на рынке ценных бумаг без участия профессиональных участников деятельность инвесторов и реципиентов инвестиций практически невозможна⁵. Такое положение вещей связано с тем, что основной объем инвестиций осуществляется на организованном рынке, прямой доступ к которому предоставляется лишь отдельным категориям инвесторов (например, дилерам);

3) третий поток формируется финансовыми посредниками, к которым относятся кредитные организации (банки, небанковские кредитные организации).

Перечисленное демонстрирует, что два из трех упомянутых потоков перераспределения финансового капитала формируются при помо-

¹ Лаптева А. М. Правовой статус инвестора — физического лица на рынке ценных бумаг // Законодательство. 2022. № 4. С. 60.

² Инвестиции / под ред. В. В. Ковалева, В. В. Иванова, В. А. Лялина. М. : ТК Велби, 2003. С. 6, 16 (авторы главы — В. В. Иванов, П. В. Воробьев, В. А. Лялин).

³ См.: Обзор ключевых показателей брокеров. III квартал 2024 г. : информационно-аналитический материал. М., 2024 // URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/54866/review_broker_Q3_2024.pdf (дата обращения: 29.06.2025).

⁴ Инвестиции : учебник и практикум для вузов / В. Е. Леонтьев, В. В. Бочаров, Н. П. Радковская. М. : Юрайт, 2023. С. 124.

⁵ Другую ситуацию можно наблюдать на рынке цифровых финансовых активов, сделки с которыми могут осуществляться без участия финансовых посредников.

щи специальных инвестиционных институтов (посредников)⁶, именуемых также финансовыми посредниками⁷, к которым в специальной литературе относят участников банковской системы, фондового рынка — профессионалов финансового и инвестиционного рынков. Роль этих субъектов состоит в том, что они аккумулируют временно свободные инвестиционные ресурсы и трансформируют их в инвестиции. Иными словами, они предоставляют возможность населению и бизнесу, у которых отсутствует прямой доступ к реальному сектору экономики, использовать финансовые продукты, инвестиционные инструменты и услуги для решения своих деловых задач, реализации личных целей.

Значительная роль финансовых посредников, необходимость повышения их финансовой устойчивости, потребность вывода с рынка несостоятельных участников отмечается и в Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на 2023 год и период 2024 и 2025 годов⁸. От финансовых посредников зависит надежность и стабильность инвестиционного рынка. Банк России весьма тщательно следит за формированием доверительной среды на инвестиционном рынке, а также предлагает различные инициативы, способствующие его устойчивости и повышению к нему доверия со стороны розничных инвесторов.

Одной из такого рода инициатив можно назвать направления развития архитектуры российского фондового рынка. В рамках этих предложений к обсуждению предлагаются вопросы универсализации деятельности профессиональных участников фондового рынка⁹.

Впрочем, следует обратить внимание, что и в более ранних своих обзорах Банк России поднимал вопросы, касающиеся расширения специализации профессиональных участников в различных сегментах инвестиционного рынка¹⁰. Фактически речь идет о модели допуска на инвестиционный рынок лиц, предлагающих инвестиционные услуги и инструменты различным субъектам инвестиционной деятельности.

В связи с этим представляется целесообразным рассмотреть особенности и виды профессиональных участников инвестиционного рынка, а также возможность универсализации их деятельности.

Основная часть

Понятие и значение инвестиционного рынка.

Для установления границ исследования необходимо определиться с понятием «инвестиционный рынок», поскольку от его содержательного наполнения зависит и круг профессиональных участников.

Инвестиционный рынок представляет собой сложное и постоянно изменяющееся явление, включающее субъектов инвестиционной деятельности, инвестиционный спрос и предложение, инвестиционную структуру¹¹. Вокруг содержания этого понятия и используемой терминологии ведутся дискуссии. Так, некоторые авторы не выделяют инвестиционный рынок в качестве самостоятельного понятия, а говорят о рынке капиталов, другие сводят его только к фондовому рынку, а третьи рассматривают его более широко, включая в это понятие рынок объектов не только реального, но и финансо-

⁶ Лукасевич И. Я. Инвестиции : учебник. М. : Вузовский учебник : Инфра-М, 2024. С. 12 ; Николаева И. П. Инвестиции : учебник. М. : Дашков и Ко, 2023. С. 10.

⁷ Игонина Л. Л. Инвестиции. М. : Магистр : Инфра-М, 2021. С. 73–74. Отметим, что термин «финансовый посредник» может использоваться в узком значении, например только в отношении лиц, осуществляющих брокерскую деятельность. См.: Универсализация или специализация? Роли участников на фондовом рынке : доклад для общественных консультаций / Банк России. М., 2024. С. 7.

⁸ Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2022 год и период 2023 и 2024 годов / Банк России. М., 2021.

⁹ Универсализация или специализация? Роли участников на фондовом рынке. С. 2.

¹⁰ Например, в 2020 г. Банк России указывал на необходимость расширения деятельности специализированных депозитариев. См.: Развитие института специализированных депозитариев : доклад для общественных консультаций / Банк России. М., 2020. С. 21. В 2021 г. предлагал совместить деятельность кредитной и страховой организаций с управлением паевыми инвестиционными фондами (ПИФ), деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг с оказанием платежных услуг и др. См.: Совмещение видов деятельности на финансовом рынке / Банк России. М., 2021. С. 24.

¹¹ См.: Игонина Л. Л. Указ. соч. С. 49–51.

вого (ссудный, фондовый, рынок ценных бумаг, валютный рынок) и инновационного инвестирования¹².

На наш взгляд, для целей правового регулирования более приемлемым является широкое определение инвестиционного рынка. Это связано с тем, что данный термин довольно часто используется в программных документах или отраслевых стандартах, которые направлены на различные сегменты инвестиционного рынка, а не только на реальное инвестирование¹³.

Инвестиционный рынок имеет важное значение для современной экономики любого государства, так как именно с его помощью осуществляется круговорот инвестиций, реализация инвестиционного спроса и предложения¹⁴. Следовательно, от структуры инвестиционного рынка, «качества» его профессиональных участников зависит эффективность инвестиций и инвестиционной деятельности.

Понятие и признаки профессиональных участников инвестиционного рынка. Эти субъекты, как ранее отмечалось, являются центральными звеньями в процессе перераспределения инвестиционного капитала.

В доктрине инвестиционного права, как правило, их рассматривают как вид субъектов инвестиционной деятельности¹⁵. Между тем можно встретить и противоположную точку

зрения, состоящую в том, что они к таковым не относятся, а являются субъектами лишь инвестиционного процесса. Обосновывается это, во-первых, отличными от функций инвестора функциями профессиональных участников, а во-вторых, тем, что такие субъекты реализуют свои обычные полномочия в рамках гражданско-правовых договоров¹⁶.

Соглашаясь с тем, что по общему правилу они выполняют функции, отличные от функций инвесторов¹⁷, полагаем, что профессиональных участников все-таки следует относить к субъектам инвестиционной деятельности по причине того, что они при помощи различных правовых конструкций участвуют в ней. Например, управляющие компании, доверительные управляющие ценными бумагами заключают с инвесторами договоры, на основании которых инвестируют их средства. Более того, некоторые виды профессиональных участников одновременно являются инвесторами, например институциональные инвесторы, среди которых выделяют инвестиционные и пенсионные фонды. При этом наличие у такого профессионального участника маски институционального инвестора накладывает отпечаток на его статус. Так, под институциональными инвесторами экономисты в широком смысле понимают финансовых посредников любого типа¹⁸. Сходную позицию можно встретить и в юридиче-

¹² См.: Борисова О. В., Малых Н. И., Овешникова Л. В. Инвестиции : учебник и практикум для вузов. М. : Юрайт, 2024. С. 14 ; Теплова Т. В. Инвестиции. М. : Юрайт, 2024. С. 21 ; Данилова Т. Н. Инвестиционный рынок и его место в структуре финансового рынка // Финансы и кредит. 2002. № 8. С. 11.

Отметим, что инвестиционный рынок является частью финансового рынка (финансовой сферы в целом), хотя их не всегда легко разграничить. Указанное обусловлено тем, что элементы этих рынков взаимосвязаны и между ними нет жесткой границы. Так, зачастую на этих рынках фигурируют одни и те же объекты, используются одни и те же институциональные формы (например, профессиональные участники). См.: Данилова Т. Н. Указ. соч. С. 21.

¹³ См.: Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2011 год и плановый период 2012 и 2013 годов, разработан Минэкономразвития России ; постановление Правительства РФ от 13.10.1995 № 1016 «О Комплексной программе стимулирования отечественных и иностранных инвестиций в экономику Российской Федерации» // СЗ РФ. 1995. № 43. Ст. 4069 ; указание Банка России от 05.09.2016 № 4127-У «О внесении изменений в положение Банка России от 28.12.2015 № 526-П “Отраслевой стандарт бухгалтерского учета ‘Порядок составления бухгалтерской (финансовой) отчетности страховых организаций и обществ взаимного страхования’”» // Вестник Банка России. 2017. № 16–17.

¹⁴ Борисова О. В., Малых Н. И., Овешникова Л. В. Указ. соч. С. 18.

¹⁵ Инвестиционное право : учебник для вузов / А. М. Лаптева, О. Ю. Скворцов. М. : Юрайт, 2022. С. 98 (автор главы — О. Ю. Скворцов).

¹⁶ Ратникова Д. С. Правовое регулирование инвестиционной деятельности в Российской Федерации: теоретические основы : дис. ... канд. юрид. наук. М., 2011. С. 139–140.

¹⁷ В качестве исключения можно назвать дилерскую деятельность, появление которой в законодательстве о рынке ценных бумаг разделило инвесторов на профессиональных, т.е. регулируемых и лицензируемых, и непрофессиональных.

¹⁸ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции. М. : Инфра-М, 2009. С. 11 ; Игонина Л. Л. Указ. соч. С. 77.

ской литературе. Например, А. Е. Молотников пишет о них как о финансовых посредниках, аккумулирующих средства индивидуальных инвесторов и осуществляющих инвестиционную деятельность от своего лица¹⁹. Широкого подхода к институциональным инвесторам придерживается Е. В. Терехова, использующая для их обозначения термин «институциональный субъект». Автор относит к ним государственные корпорации, банки развития, инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды (НПФ)²⁰. Н. Г. Удальцова под ними понимает юридических и физических лиц, для которых инвестирование является профессиональным видом деятельности, осуществляемым на постоянной основе за счет собственных и заемных средств. К этой группе относятся профессиональные участники рынка ценных бумаг (дилеры), а также юридические лица, для которых инвестирование в ценные бумаги является предметом их уставной деятельности (инвестиционные и пенсионные фонды, страховые организации, коммерческие банки)²¹.

В то же время следует иметь в виду, что правовой статус субъектов, которых относят к институциональным инвесторам, неоднороден. Например, если говорить о паевом инвестиционном фонде, то его управляющая компания выступает в качестве доверительного управляющего, который может совершать юридические и фактические действия в интересах учредителя управления (управляет активами этого фонда), но собственником передаваемого имущества не является. Другими словами, он инвестирует средства от лица учредителей доверительного управления (владельцев инвестиционных паев) на основании переданных инвестором полномочий по инвестированию.

У негосударственных пенсионных фондов иная юридическая конструкция. В отличие от управляющих компаний эти фонды являются собственниками пенсионных накоплений и пенсионных резервов (ст. 3 Федерального закона от 07.05.1998 № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах»²² (далее — Закон об

НПФ)). Кроме того, они могут размещать средства пенсионных резервов самостоятельно, а также через управляющую компанию (ст. 25 Закона об НПФ). При этом закон устанавливает жесткие требования к перечню объектов, в которые могут вкладываться такие пенсионные активы. Кредитные организации также являются собственниками средств, которые привлекают на основании договоров банковского вклада. Аналогичное можно сказать и в отношении страховых организаций. При этом следует обратить внимание, что с 2024 г. в соответствии с Федеральным законом от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»²³ (далее — Закон об инвестиционных фондах) страховые организации получили возможность осуществлять деятельность по доверительному управлению наравне с управляющими компаниями. Таким образом, страховые организации в некоторых случаях могут выступать как управляющие компании (Федеральный закон от 25.12.2023 № 631-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»)²⁴. Следовательно, об этих субъектах можно говорить не только как об инвесторах, но и как о лицах, осуществляющих вложения от имени других субъектов.

Приведенные соображения позволяют прийти к выводу, что единственным юридическим признаком этих лиц будет осуществление ими инвестиционной деятельности на профессиональной основе в определенном сегменте инвестиционного рынка. Условность этого признака означает, что профессиональность может быть не только у институциональных инвесторов, но и у иных субъектов инвестиционной деятельности (иных видов инвесторов, реципиентов инвестиций). С тем исключением, что деятельность профессиональных (институциональных) инвесторов подлежит лицензированию и государственному надзору. Из этого вытекает, что обособление институциональных инвесторов в самостоятельную группу имеет скорее экономическое значение, хотя у отдельных видов институциональных инвесто-

¹⁹ Предпринимательское право Российской Федерации : учебник / отв. ред. Е. П. Губин, П. Г. Лахно. М. : Норма : Инфра-М, 2020. С. 684 (автор главы — А. Е. Молотников).

²⁰ Терехова Е. В. Инвестиционное право: публично-правовые начала : учеб. пособие. М. : РГУП, 2015. С. 77.

²¹ См.: Удальцова Н. Г. Первичное публичное предложение (размещение) ценных бумаг: правовая природа. М. : Инфотропик Медиа, 2012. С. 81.

²² СЗ РФ. 1998. № 19. Ст. 2071.

²³ СЗ РФ. 2001. № 49. Ст. 4562.

²⁴ СЗ РФ. 2024. № 1 (ч. I). Ст. 12.

ров можно выделить их специфические юридические признаки.

Таким образом, в самом общем виде деятельность профессиональных участников состоит в том, что они на квалифицированной основе оказывают содействие инвесторам и реципиентам инвестиций в совершении сделок, обеспечивающих инвестирование. Более того, развитие профессиональных услуг на некоторых инвестиционных рынках (прежде всего это касается фондового рынка) повлекло за собой возложение на таких участников обязанности по совершению действий, связанных с процессом инвестирования, за исключением принятия управленческих решений и контроля за выполнением поставленных задач.

Говоря о профессионализме в отношении этой группы участников инвестиционной деятельности, можно констатировать, что таковой предполагает не только вспомогательность их функций, но и то, что деятельность таких участников рынка является предпринимательской, поскольку она осуществляется на условиях самоокупаемости и нацелена на систематическое получение прибыли. Кроме того, в некоторых случаях они сами могут выступать в качестве инвесторов²⁵.

В отношении рассматриваемой категории участников инвестиционной деятельности можно выделить ряд особенностей.

Во-первых, деятельность, осуществляемая ими, как было отмечено ранее, является предпринимательской. Указанное означает, что они должны иметь статус индивидуального предпринимателя или коммерческой организации. Как правило, законодательство предписывает необходимость наделения статусом коммерческой организации. В качестве примера укажем Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ

«О рынке ценных бумаг»²⁶ (далее — Закон о рынке ценных бумаг), где только одному из профессиональных участников (инвестиционному советнику) предоставлена возможность выбора организации своей деятельности между статусом индивидуального предпринимателя и юридическим лицом.

Во-вторых, из указанной выше особенности вытекает еще одна — профессионализм, рассматриваемый в двух аспектах: внутреннем (содержательном) и внешнем. Первый аспект означает, что деятельность осуществляется по определенным правилам и методикам субъектами, имеющими определенную квалификацию и располагающими необходимой для принятия и реализации решений информацией. Второй аспект выражается в исключительности ее осуществления: для субъекта, реализующего ту или иную профессиональную деятельность, подобная деятельность является единственной — это его работа, которая выступает основным источником его совокупного дохода²⁷. Однако, как будет показано далее, этот аспект в настоящее время претерпевает изменения.

В-третьих, к учредителям таких организаций, а также органам их управления и работникам предъявляются дополнительные требования: отсутствие неснятой или непогашенной судимости за определенные виды преступлений (как правило, в области экономической деятельности или против государственной власти), отсутствие некоторых видов административного наказания (дисквалификации, срок которой не истек), привлечение к субсидиарной ответственности по обязательствам финансовой организации, признанной банкротом, утверждение существенно недостоверной отчетности и т.д.²⁸

²⁵ Однако статус профессиональных участников — инвесторов отличается от «обычных» инвесторов прежде всего тем, что законом, специальными правилами (например, правилами НПФ), которые подлежат контролю (регистрации) со стороны уполномоченного субъекта (как правило, Банка России), предельно четко регламентируются способы и объекты инвестирования, порядок учета инвестируемого имущества, требования к отчетности. Это, на наш взгляд, связано с тем, что эти субъекты аккумулируют значительные средства розничных инвесторов, и, соответственно, неблагоприятный исход их инвестиционной деятельности может отрицательно отразиться на благополучии населения. Исключением является дилер, который осуществляет инвестирование за свой счет.

²⁶ СЗ РФ. 1996. № 17. Ст. 1918.

²⁷ Кузнецов М. В. Понятие и признаки профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг // Предпринимательское право. 2010. № 3. С. 16–17 ; Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник. М. : Инфра-М, 2023. С. 234.

²⁸ Перечисленные требования основываются на международных принципах и подходах к оценке деловой репутации.

Обозначенные требования к членам органов управления, руководителям, должностным лицам и учредителям условно можно назвать требованиями к деловой репутации. Появление этих требований обусловлено необходимостью ограничения допуска к управлению неквалифицированных и недобросовестных лиц, защитой прав и законных интересов участников инвестиционного рынка, их клиентов, а также их контрагентов.

Суммируя изложенное, можно заключить, что деятельность профессиональных участников подлежит специальной регламентации в целях стимулирования инвестиционной деятельности, обеспечения ее безопасности и прозрачности, а также снижения негативных последствий, возникающих на инвестиционном рынке.

В-четвертых, эти субъекты обладают специальной правоспособностью, т.е. вправе заниматься только теми видами деятельности, которые разрешены законом. При этом в большинстве случаев таким участникам необходимо получить лицензию либо пройти иную разрешительную процедуру до начала осуществления профессиональной деятельности (например, включение в специальный реестр²⁹). По общему правилу они вправе совершать только те сделки, которые соответствуют характеру их деятельности (например, посреднические сделки и сделки по возмездному оказанию услуг). Это проявляется в том, что законодательно устанавливаются запреты на совмещение конкретных видов деятельности либо исчерпывающе перечисляются виды деятельности, которые допустимо совмещать³⁰.

Виды профессиональных участников и условия их допуска на рынок. Современный инвестиционный рынок представляет собой сложную динамичную систему, на которую оказывают влияние различные факторы. Примерами того являются цифровизация, расширяющая доступность инвестиционных продуктов для различных субъектов, размытие границ между сегментами рынка и функциями его участников, усложнение рисков. Обозначенное необходимо учитывать при правовом регулировании отношений, возникающих в данной области. В частности, отмеченные обстоятельства в аспекте рассматриваемой нами проблематики ставят вопрос об архитектуре инвестиционного рынка и порядке допуска профессиональных участников.

Международная практика демонстрирует наличие двух моделей допуска профессиональных участников на рынок, которые имеют определенные национальные особенности. Первая модель построена по принципу допуска к каждому виду финансовой услуги (Сингапур, Япония, Германия, Казахстан и др.), вторая модель предполагает допуск к блоку финансовых услуг (Южная Корея, ЮАР), сходных по своему содержанию³¹.

Анализ российского регулирования показывает, что на рынке реализована первая модель, означающая допуск профессиональных участников к осуществлению одного вида деятельности. При этом совмещение с иными видами минимально или прямо запрещено. Заинтересованному субъекту для получения права осуществлять профессиональный вид деятельности (допуск в определенный сегмент

²⁹ К таким реестрам относятся: реестр операторов инвестиционных платформ (ст. 2, 16 Федерального закона от 02.08.2019 № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // СЗ РФ. 2019. № 31. Ст. 441) ; реестр операторов информационных систем (ст. 5 Федерального закона от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // СЗ РФ. 2020. № 31 (ч. I). Ст. 5018 (далее — Закон о ЦФА)).

³⁰ Так, в соответствии со ст. 10 Закона о рынке ценных бумаг осуществление деятельности по ведению реестра не допускает ее совмещения с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, за исключением депозитарной деятельности. В качестве еще одного примера назовем статью 6 Закона РФ от 27.11.1992 № 4015-1 «Об организации страхового дела в Российской Федерации» (Российская газета. 1993. № 6), в которой установлено, что страховые организации, в том числе перестраховочные организации, общества взаимного страхования, не вправе осуществлять предпринимательскую деятельность, не связанную со страховой деятельностью (страховым делом), за исключением деятельности по доверительному управлению ПИФ.

³¹ Совершенствование допуска на финансовый рынок. Новые возможности для участников : доклад для общественных консультаций / Банк России. М., 2020. С. 4–9.

рынка) необходимо соответствовать различным требованиям (организационно-правовая форма, финансовое положение, структура органов управления, квалификация и т.д.), а также пройти разрешительную процедуру (лицензирование, аккредитацию). Такая модель допуска предполагает разделение функций между его участниками и вариативные условия для допуска этих субъектов исходя из вида осуществляемой ими деятельности. Соответственно, в зависимости от сегмента инвестиционного рынка можно выделить следующие группы профессиональных участников.

Первая группа — это профессиональные участники рынка ценных бумаг, которые неоднородны по своему составу. Субъектов этого рынка в зависимости от степени его организованности можно разделить на участников организованного рынка ценных бумаг (биржевого) и участников неорганизованного рынка. На основании функций, которые они выполняют, их можно объединить в следующие группы:

1) организаторы инфраструктуры (организаторы торговли — биржа, торговая система)³², основная функция которых — создание и обеспечение условий для организации и ведения торгов, т.е. предоставление площадки для сведения продавцов и покупателей;

2) вспомогательные организации, обслуживающие организованные торги: а) профессиональные участники, совершающие сделки с ценными бумагами, а также с производными финансовыми инструментами (брокеры, управляющие компании, дилеры)³³; б) участники учетной системы фондового рынка (регистраторы, депозитарии)³⁴, одного из центральных звеньев, соединяющих инвесторов и эмитентов, призванного обеспечить надежность и

оперативность учета; в) участники, оказывающие консультирование (инвестиционные советники);

3) субъекты инфраструктуры организованного рынка, обеспечивающие его функционирование (клиринговые организации, центральный контрагент³⁵, трансфер-агенты, репозитории).

Отечественное законодательство в рассматриваемой области основывается на нескольких нормативных актах. Так, в одном из центральных законов в отдельную главу (гл. 2 Закона о рынке ценных бумаг) помещены положения о профессиональных участниках рынка ценных бумаг, к которым относятся брокер, дилер, инвестиционный советник, депозитарий, регистратор, управляющий. Буквальное толкование этой главы показывает, что профессиональными участниками рынка ценных бумаг являются лишь те субъекты, которые осуществляют виды деятельности, перечисленные в ней.

Однако необходимо обратить внимание, что статус некоторых участников фондового рынка (например, организаторов торговли, клиринговых организаций) регулируется отдельными специальными законами. Такая ситуация обусловлена причинами исторического характера. Так, в период становления российского рынка ценных бумаг законодатель постепенно создавал его инфраструктуру, устанавливал особенности правового статуса его субъектов, а также вариативность допуска различных участников.

Второй самостоятельной группой можно назвать профессиональных участников коллективного инвестирования³⁶. Рынок коллективных инвестиций связан с отношениями, возникающими в процессе формирования и использования объединенного имущества (пула),

³² Федеральный закон от 21.11.2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах» // СЗ РФ. 2011. № 48. Ст. 6726.

³³ Эта группа также неоднородна по своему составу, например, дилер — это профессиональный инвестор, отличающийся от других инвесторов, в том числе квалифицированных, тем, что он является участником организованных торгов, действующим за свой счет. Брокерская деятельность, напротив, предполагает осуществление функции финансового посредника, состоящей в привлечении потенциальных инвесторов (клиентов) и обеспечение их доступа к торгам, маржинальную торговлю, андеррайтинг.

³⁴ Практически каждого из перечисленных участников можно также разделить на виды. Например, можно выделить расчетного депозитария (ст. 7 Закона о рынке ценных бумаг), центрального депозитария (Федеральный закон от 07.12.2011 № 414-ФЗ «О центральном депозитарии» // СЗ РФ. 2011. № 50. Ст. 7356), специализированного депозитария (ст. 44 Закона об инвестиционных фондах, ст. 36.18 Закона об НПФ).

³⁵ Федеральный закон от 07.02.2011 № 7-ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте» // СЗ РФ. 2011. № 7. Ст. 904.

³⁶ В юридической литературе его предлагают рассматривать вместе с рынком ценных бумаг. См.: Шевченко О. М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг и коллективных инвестиций : учебник. М. : Проспект, 2021. С. 19.

передаваемого в доверительное управление профессиональному управляющему в целях его инвестирования и распределения полученных финансовых результатов³⁷. Соответственно, на рынке коллективных инвестиций существуют следующие профессиональные участники: 1) управляющие компании; 2) НПФ; 3) специализированные общества (специализированное финансовое общество, специализированное общество проектного финансирования); 4) специализированные депозитарии.

Анализ деятельности субъектов перечисленных выше групп свидетельствует, с одной стороны, о разделении функций между ними, с другой — о сходных по экономическому содержанию некоторых видов деятельности профессиональных участников. Примером тому являются деятельность по управлению ценными бумагами (управляющий) и деятельность по управлению активами акционерного инвестиционного фонда и доверительному управлению ПИФ (управляющая компания), которые разрешены к совмещению и могут осуществляться одним юридическим лицом (ч. 4 ст. 38 Закона об инвестиционных фондах). При этом требования к таким видам деятельности различаются. Кроме того, напомним, что в 2024 г. страховым организациям была предоставлена возможность совмещать свою деятельность с деятельностью управляющей компании инвестиционного фонда. Правда, появление такой возможности было продиктовано не сходными экономическими характеристиками деятельно-

сти, а необходимостью предложения потенциальным инвесторам нового инвестиционного инструмента (долевого страхования жизни).

Небезынтересным в аспекте рассматриваемой темы представляется вопрос об универсализации участников фондового рынка, который был представлен на обсуждение Банком России. Дискуссия была обусловлена тем, что брокерские компании стали активно использовать интернализацию (исполнение поручений клиента минуя биржевую инфраструктуру)³⁸ и кросс-агентирование (модель, в рамках которой брокер одновременно представляет контрагентов по сделке)³⁹. Строго говоря, эти профессиональные участники в рамках своей инфраструктуры частично осуществляли функции, характерные для организаторов торгов.

Такое положение вещей послужило основанием для появления и развития идеи об универсализации деятельности профессиональных участников, что предполагает реализацию двух компонентов:

1) дезинтермедияция — устранение посредников, т.е. прямой доступ инвесторов на рынок, который смогут предоставлять инфраструктурные организации (организаторы торговли);

2) возможность брокеров самостоятельно сводить заявки инвесторов на наилучших доступных условиях (интернализация и кросс-агентирование).

Перечисленное демонстрирует, что универсализация деятельности обосновывается не их сходством, а иными факторами.

³⁷ См.: Предпринимательское право : Правовое сопровождение бизнеса : учебник для магистров / отв. ред. И. В. Ершова. М. : Проспект, 2017. С. 706 (автор главы — О. М. Шевченко).

³⁸ Общая схема взаимодействия организатора торговли на фондовом рынке с профессиональными участниками и их клиентами состоит в том, что клиент (инвестор) подает заявку на сделку брокеру, который обрабатывает ее, т.е. проверяется возможность исполнения заявки с точки зрения требований брокера и биржи (например, достаточность средств, ценных бумаг). При соблюдении условий она преобразуется в заявку клиентского типа от лица брокера и передается на сервер биржи, где также происходит проверка возможности исполнения, но уже с точки зрения возможностей брокера. При этом клиентская персонализация заявки в момент подачи ее на биржу теряется, и она становится обезличенной клиентской заявкой брокера — участника биржевых торгов. См.: Финансовая экономика : учебник / под науч. ред. В. В. Иванова, Н. А. Львовой. М. : Проспект, 2022. Т. 1. С. 648–649 (автор главы — О. Ю. Коршунов). Между тем при интернализации исполнение сделок осуществляется одним брокером без выхода на биржу.

³⁹ В экономической литературе такая тенденция связывается с тем, что крупные игроки (например, «Сбербанк», «Т-Банк»), имеющие значительную базу клиентов, проводят сделки в рамках систем банков. По мнению специалистов, интернализация ликвидности ведет к разрушению биржевых механизмов справедливого ценообразования, обеспечения равных прав для всех участников торгов и прозрачности биржевых сделок, ценой на рынке становится легче манипулировать, требуется уже меньший объем сделки, чтобы изменить цену, так как сам рынок искусственно сужается. См.: Гусев А. А., Семенова Е. В., Гибадуллин Э. И. Интернализация ликвидности как фактор разрушения биржевого рынка // Вестник Московского государственного областного университета. Серия «Экономика». 2021. № 2. С. 23–24.

Полагаем, что по вопросу универсализации деятельности организаторов торговли и брокеров следует согласиться с доводами Банка России, заключающимися в том, что такая деятельность способна повлечь за собой высокий рост издержек и новые риски из-за дробления торговли среди нескольких площадок⁴⁰. Кроме того, если говорить о возможности совмещения профессиональных видов деятельности на инвестиционном рынке, то это должны быть комплексные (экономически сходные) виды с подобными базовыми рисками (например, операционный, поведенческий, фидуциарный и т.д.), что вряд ли применимо к организаторам инфраструктуры и посредникам (брокерам), поскольку первые создают условия для организации торгов, а вторые обеспечивают доступ к торгам для своих клиентов. Соответственно, риски, сопровождающие перечисленные виды деятельности, различны: первым присущ операционный риск, а вторым — поведенческий.

В качестве еще одной самостоятельной группы необходимо выделить профессиональных участников цифрового инвестиционного рынка⁴¹, которые появились позднее, и их возникновение связывается с необходимостью формирования контролируемого рынка цифровых продуктов. Субъектов на этом рынке в зависимости от вида платформенного сервиса (информационной системы) можно разделить на подгруппы: 1) профессиональные участники финансовой платформы (оператор финан-

совой платформы, регистратор финансовых транзакций)⁴²; 2) профессиональные участники информационной системы (оператор информационной системы, оператор обмена цифровых финансовых активов (ЦФА), узлы информационной системы⁴³, цифровой депозитарий и организация, осуществляющая обмен цифровых валют⁴⁴); 3) профессиональные участники инвестиционной платформы (оператор инвестиционной платформы)⁴⁵. Кроме того, исходя из характера выполняемой ими функции, в этой группе можно выделить: 1) организаторов инфраструктуры (операторов соответствующих платформ и систем); 2) посредников (оператор обмена ЦФА, организация, осуществляющая обмен цифровых валют); 3) участников учетной системы (цифрового депозитария).

В рассматриваемой области сложились два направления по совершенствованию деятельности этих субъектов. Первое условно назовем консервативным. Оно исходит из того, что изменений в этой части не требуется⁴⁶. Исключением является предложение Банка России о наделении организатора торговли статусом оператора обмена цифровых активов и распространении на цифровые права, допускаемые к организованным торгам, правил, аналогичных для традиционных активов⁴⁷. Между тем остается не вполне понятным, что именно необходимо изменить, поскольку с момента принятия Закона о ЦФА (2020 г.) в нем имело место положение о возможности получения статуса

⁴⁰ Универсализация или специализация? Роли участников на фондовом рынке. С. 20.

Сходную позицию высказала Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР): Комментарии НАУФОР к докладу Банка России «Универсализация или специализация? Роли участников на фондовом рынке», одобрены Советом директоров НАУФОР 25.07.2024 // URL: <https://naufor.ru/tree.asp?n=28684> (дата обращения: 18.11.2024).

⁴¹ В данной работе под ним будем понимать такой рынок, где взаимодействие между субъектами происходит в цифровой среде с использованием цифровых технологий, а объектами являются цифровые продукты (цифровые права, цифровые финансовые активы и т.д.). См.: Головенчик М. Г., Головенчик Г. Г. Особенности функционирования цифровых рынков // Цифровая трансформация. 2023. № 29 (2). С. 14–16.

⁴² Федеральный закон от 20.07.2020 № 211-ФЗ «О совершении финансовых сделок с использованием финансовой платформы» // СЗ РФ. 2020. № 30. Ст. 4737.

⁴³ Ст. 5 и 10 Закона о ЦФА.

⁴⁴ Ст. 22, 18 Федерального закона от 04.08.2026 № 282-ФЗ «О цифровых валютах и цифровых правах» // СЗ РФ. 2026. № 32. Ст. 4479.

⁴⁵ Ст. 2 Федерального закона от 02.08.2019 № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ...».

⁴⁶ Так, Банк России в более ранних обзорах мотивировал это новизной данной группы субъектов. См.: Совершенствование допуска на финансовый рынок. Новые возможности для участников. С. 24.

⁴⁷ Развитие рынка цифровых активов в Российской Федерации : доклад для общественных консультаций / Банк России. М., 2022. С. 22.

оператора обмена ЦФА организатором торгов. В частности, был установлен упрощенный порядок получения статуса такого оператора по сравнению с иными юридическими лицами. Для этого организатору торговли достаточно было подать соответствующее ходатайство для включения в реестр (ч. 2 ст. 10 Закона о ЦФА).

Второе направление, более революционное, исходит из того, что в данной области назрела необходимость существенных изменений. В частности, следует отказаться от ограничений на совмещение деятельности финансовых организаций и финансовых платформ (например, разрешить совмещение деятельности оператора со всеми видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, деятельностью управляющей компании ПИФ и НПФ, а также деятельностью кредитной организации). Подобного рода изменения мотивируются улучшением доступности и качества финансовых продуктов для потребителя⁴⁸. Полагаем, что такие изменения требуют более детальной проработки, так как они не являются комплементарными, соответственно, как в случае с универсализацией деятельности на фондовом рынке, могут влечь за собой дополнительные риски.

Заключение

Резюмируя изложенное, можно сделать следующие выводы.

Во-первых, профессиональные участники представляют собой особую группу участни-

ков инвестиционной деятельности, к которой предъявляются повышенные требования. Особенно это заметно на фондовом рынке, где их деятельность связана с повышенными рисками.

Во-вторых, в целом российский законодатель исходит из того, что специализация деятельности профессиональных участников необходима практически во всех сегментах инвестиционного рынка. Соответственно, в настоящее время действует модель выдачи отдельного разрешения на оказание каждой финансовой (инвестиционной) услуги, которая оказывается в значимых для общества сферах деятельности. Такой подход обосновывается тем, что допущение совмещения видов профессиональной деятельности влечет за собой дополнительные риски, например кросс-секторальные и системные риски, риски, связанные с конфликтом интересов.

При этом иногда для увеличения конкуренции между субъектами и расширения линейки инвестиционных инструментов законодатель идет по пути увеличения количества совмещаемых видов деятельности либо упрощения процедур получения на дополнительный вид профессиональной деятельности. Такой взвешенный подход представляется вполне оправданным, поскольку виды деятельности профессиональных участников инвестиционного рынка достаточно многообразны, что предопределяет различный характер отношений, опосредующих ее и, соответственно, требующих в некоторых случаях разрешительного способа регулирования.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Борисова О. В., Малых Н. И., Овешникова Л. В. Инвестиции : учебник и практикум для вузов. М. : Юрайт, 2024. 482 с.

Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник. М. : Инфра-М, 2023. 414 с.

Головенчик М. Г., Головенчик Г. Г. Особенности функционирования цифровых рынков // Цифровая трансформация. 2023. № 29 (2). С. 13–23.

Гусев А. А., Семенкова Е. В., Гибадуллин Э. И. Интернализация ликвидности как фактор разрушения биржевого рынка // Вестник Московского государственного областного университета. Серия «Экономика». 2021. № 2. С. 18–27.

Данилова Т. Н. Инвестиционный рынок и его место в структуре финансового рынка // Финансы и кредит. 2002. № 8. С. 10–25.

Иголина Л. Л. Инвестиции. М. : Магистр : Инфра-М, 2021. 752 с.

Инвестиции / под ред. В. В. Ковалева, В. В. Иванова, В. А. Лялина. М. : ТК Велби, 2003. 440 с.

Инвестиции : учебник и практикум для вузов / В. Е. Леонтьев, В. В. Бочаров, Н. П. Радковская. М. : Юрайт, 2023. 447 с.

⁴⁸ Комментарии НАУФОР к докладу Банка России «Универсализация или специализация? Роли участников на фондовом рынке».

- Инвестиционное право : учебник для вузов / А. М. Лаптева, О. Ю. Скворцов. М. : Юрайт, 2022. 705 с.
- Кузнецов М. В. Понятие и признаки профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг // Предпринимательское право. 2010. № 3. С. 15–20.
- Лаптева А. М. Правовой статус инвестора — физического лица на рынке ценных бумаг // Законодательство. 2022. № 4. С. 59–64.
- Лукаевич И. Я. Инвестиции : учебник. М. : Вузовский учебник : Инфра-М, 2024. 413 с.
- Николаева И. П. Инвестиции : учебник. М. : Дашков и Ко, 2023. 249 с.
- Предпринимательское право Российской Федерации : учебник / отв. ред. Е. П. Губин, П. Г. Лахно. М. : Норма : Инфра-М, 2020. 992 с.
- Предпринимательское право : Правовое сопровождение бизнеса : учебник для магистров / отв. ред. И. В. Ершова. М. : Проспект, 2017. 848 с.
- Ратникова Д. С. Правовое регулирование инвестиционной деятельности в Российской Федерации: теоретические основы : дис. ... канд. юрид. наук. М., 2011. 214 с.
- Теплова Т. В. Инвестиции. М. : Юрайт, 2024. 781 с.
- Терехова Е. В. Инвестиционное право: публично-правовые начала : учеб. пособие. М. : РГУП, 2015. 296 с.
- Удальцова Н. Г. Первичное публичное предложение (размещение) ценных бумаг: правовая природа. М. : Инфотропик Медиа, 2012. 224 с.
- Финансовая экономика : учебник / под науч. ред. В. В. Иванова, Н. А. Львовой. Т. 1. М. : Проспект, 2022. 784 с.
- Шевченко О. М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг и коллективных инвестиций : учебник. М. : Проспект, 2021. 456 с.

REFERENCES

- Borisova OV, Malykh NI, Oveshnikova LV. Investments. Moscow: Yurayt Publ.; 2024. (In Russ.).
- Ershova IV (ed.). Business Law: Legal Support of Business. Moscow: Prospekt Publ.; 2017. (In Russ.).
- Galanov VA. Securities Market: textbook. Moscow: Infra-M Publ.; 2023. (In Russ.).
- Golovenchik MG, Golovenchik GG. Features of Digital Markets Functioning. *Digital Transformation*. 2023;29(2):13-23. (In Russ.). DOI: 10.35596/1729-7648-2023-29-2-13-23.
- Gubin EP, Lakhno PG (eds.). Business Law of the Russian Federation. Moscow: Norma: Infra-M Publ.; 2020. (In Russ.).
- Gusev AA, Semenkova EV, Gibadullin EI. Internalization of Liquidity as a Factor of Destruction of the Stock Market. *Bulletin of Moscow Region State University. Series: Economics*. 2021;2:18-28. (In Russ.). DOI: 10.18384/2310-6646-2021-2-18-28.
- Danilova TN. Investment market and its place in the structure of the financial market. *Finance and Credit*. 2002;8:10-25. (In Russ.).
- Igonina LL. Investments. Moscow: Magistr: Infra-M Publ.; 2021. (In Russ.).
- Ivanov VV, Lvova NA. Financial Economics. Vol. 1. Moscow: Prospekt Publ.; 2022. (In Russ.).
- Kovalev VV, Ivanov VV, Lyalin VA (eds.). Investments. TK Welby Publ.; 2003. (In Russ.).
- Kuznetsov MV. Concept and signs of professional activity in the securities market. *Entrepreneurial Law*. 2010;3:15-20. (In Russ.).
- Lapteva AM, Skvortsov OYu. Investment Law. Moscow: Yurayt Publ.; 2022. (In Russ.).
- Lapteva AM. Legal Status of Individual Investor in Securities Market. *Zakonodatelstvo*. 2022;4:59-64. (In Russ.).
- Leontyev VE, Bocharov VV, Radkovskaya NP. Investments. Moscow: Yurayt Publ.; 2023. (In Russ.).
- Lukasevich IYa. Investments. Moscow: Vuzovskiy uchebnik: Infra-M Publ.; 2024. (In Russ.).
- Nikolaeva IP. Investments. Moscow: Dashkov and Co. Publ.; 2023. (In Russ.).
- Ratnikova DS. Legal regulation of investment activities in the Russian Federation: theoretical foundation. Cand. Sci. (Law) Diss. Moscow; 2011. (In Russ.).
- Shevchenko OM. Legal regulation of the securities market and collective investments. Moscow: Prospekt Publ.; 2021. (In Russ.).
- Teplova TV. Investments. Moscow: Yurayt Publ.; 2024. (In Russ.).
- Terekhova EV. Investment Law: Public Law Principles. Moscow: RGUP Publ.; 2015. (In Russ.).
- Udal'tsova NG. Initial public offering (placement) of securities: legal nature. Moscow: Infotropic Media Publ.; 2012. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

Лаптева Анна Михайловна, кандидат юридических наук, доцент, заведующий кафедрой финансового права юридического факультета НИУ «Высшая школа экономики»
д. 3, Кантемировская ул., г. Санкт-Петербург 194100, Российская Федерация
laptevaann@rambler.ru

INFORMATION ABOUT THE AUTHOR

Anna M. Lapteva, Cand. Sci. (Law), Associate Professor, Head of the Department of Financial Law, Faculty of Law, National Research University «Higher School of Economics», St. Petersburg, Russian Federation
laptevaann@rambler.ru

Материал поступил в редакцию 1 июля 2025 г.

Статья получена после рецензирования 5 июля 2025 г.

Принята к печати 15 августа 2026 г.

Received 01.07.2025.

Revised 05.07.2025.

Accepted 15.08.2026.