

# Для СВОБОДЫ Капитала

## Раскрытие информации как элемент инфраструктуры финансового рынка



**АЛЕКСЕЙ ЕФРЕМОВ**  
преподаватель Воронежского  
государственного университета,  
доцент Центрального филиала  
Российской академии правосудия,  
к. ю. н.

**И**нформационное обеспечение фондового рынка – необходимый элемент его инфраструктуры, поскольку без него невозможно свободное обращение

капитала на рынке. По мнению одного из разработчиков закона "О рынке ценных бумаг" А. Левенчука, концепция раскрытия информации (гласности) лежит в основе всех представлений о введении общественного и рыночного саморегулирования и является центральной в обеспечении общественной и рыночной стабильности<sup>1</sup>.

В экономической науке уже давно и подробно исследовано явление информационной асимметрии.

**Информационная асимметрия** – это ситуация, в которой одна группа владеет необходимой для ведения дел информацией, а другая – не владеет. С этих позиций совершенная конкуренция, когда цены определяются спросом и предложением, и следовательно, точно соответствуют альтернативным издержкам и точно

передают таким образом информацию о них продавцам, владельцам ресурсов и покупателям, будет представлять собой случай симметричного распределения информации, позволяющей добиваться абсолютно эффективной координации экономической деятельности<sup>2</sup>.

Подробное исследование отрицательного влияния информационной асимметрии на экономическое развитие проведено в работах нобелевских лауреатов по экономике 2001 г. Дж. Акерлофа, М. Спенса и Дж. Стиглица. Есть работы, посвященные информационной асимметрии на фондовом рынке России<sup>3</sup>.

Теме раскрытия информации посвящено огромное количество публикаций ученых и практических специалистов в данной сфере в различных профессиональных изданиях<sup>4</sup> (ссылки на работы

<sup>1</sup> Реформа информационного регулирования. v.6.0. 8 октября 2002 г. // Экспертный совет по промышленной политике (<http://www.prompolit.ru/materials>).

<sup>2</sup> Большой экономический словарь / Под ред. А. И. Азрилияна. 2-е изд., доп. и перераб. М.: Ин-т новой экономики, 1997. С. 33.

<sup>3</sup> См.: Волков Д., Ивакин Д. Информационная асимметрия на рынке корпоративных облигаций России // Рынок ценных бумаг. 2004. № 13. С. 19–23.

<sup>4</sup> См., например: Шеленкова Н. Правовой режим инсайдерской деятельности // Рынок ценных бумаг. 1997. № 7. С. 44–49; Она же. Биржевая тайна и ее содержание // Рынок ценных бумаг. 1997. № 15. С. 29–31; Она же. Единый европейский фондовый рынок: вопросы регулирования // Рынок ценных бумаг. 2003. № 2. С. 51–55; № 3. С. 70–75; Габидуллина И. Неуязвимые инсайдеры // Рынок ценных бумаг. 1998. № 23–24. С. 60–61; Чтобы остановить инсайдера, достаточно просто написать о нем // Рынок ценных бумаг. 2001. № 12. С. 10–12; Мокаев Э. Инсайдерская деятельность в Соединенных Штатах Америки // Рынок ценных бумаг. 2003. № 7. С. 28–31; Кравченко Р. Охрана прав акционеров на информацию // Журнал для акционеров. 2002. № 4. С. 44–48; Киселева И. Правовое регулирование инсайдерской торговли // Журнал для акционеров. 2003. № 8. С. 3–7; № 9. С. 15–20; № 10. С. 12–16; Неверов Т. Джинна по имени "инсайд" загоняют в бутылку // Валютный спекулянт. 2001. № 1. С. 33–34; Матвеев А. Инсайд. Кризис криминала // Валютный спекулянт. 2002. № 11. С. 8–10; Логвин А. Цена информации // Валютный спекулянт. 2003. № 7. С. 40–43; Вавулин Д. А., Гусева Т. А. Использование служебной информации на рынке ценных бумаг // Право и экономика. 2003. № 5; Ивлиев Д., Золотов А. Инсайдер, откройся // ЭЖ-Юрист. 2003. № 43. С. 1–2; Вавулин Д. А. Раскрытие информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг: новые правила //

автора данной статьи даны только для того, чтобы не повторять уже сказанное). Между тем принятие новых нормативных актов зачастую не только не решает существующих проблем, но и порождает новые.

Их появление обусловлено отсутствием учета законодателем системных связей в праве. Особенно много проблем возникает из-за межотраслевых коллизий между конституционным, гражданским и административным правом.

Конституционно-правовые аспекты данной темы уже освещались в "Вестнике НАУФОР" № 5 за 2005. В самом общем виде они сводятся:

- к определению уровня регулирования (закон или подзаконный акт)<sup>5</sup>;

- к обеспечению единообразия регулирования (унификации для разных субъектов) в силу конституционного принципа единства экономического пространства<sup>6</sup>;

- к определению оптимальных пределов раскрытия для обеспечения баланса интересов всех участников рынка<sup>7</sup>.

Коллизии гражданско-правового характера связаны с противоречиями между нормами Гражданского кодекса и других законов, а также между нормами законов и подзаконных актов в рассматриваемой сфере<sup>8</sup>.

Коллизии между гражданским и административным правом<sup>9</sup> проявляются при решении

вопроса о привлечении к административной ответственности за нарушение порядка раскрытия информации.

Цель статьи – попытка показать некоторые из нерешенных вопросов правового регулирования раскрытия информации различными участниками рынка.

### Порядок раскрытия: использование Интернета

В настоящее время раскрытие информации в сети Интернет установлено для эмитентов (Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утв. приказом ФСФР России от 16.03.2005 № 05-5/пз-н), управляющих компаний, заключивших договоры доверительного управления средствами пенсионных накоплений, государственной управляющей компании, специализированного депозитария, заключившего договор об оказании услуг Пенсионному фонду РФ, Пенсионным фондом РФ (Стандарты раскрытия информации об инвестировании **средств** пенсионных накоплений, утв. приказом Минфина РФ от 22.08.2005 № 107н), акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов (Положение о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционер-

ных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а также к содержанию раскрываемой информации, утв. приказом ФСФР России от 22.06.2005 № 05-23/пз-н), жилищных накопительных кооперативов (ст. 21 ФЗ "О жилищных накопительных кооперативах" от 30.12.2004 № 215-ФЗ).

При этом только в отношении последнего из названных субъектов требование о раскрытии "путем размещения информации на специальном сайте в информационной сети" установлено **законодательно**. Для других это требование отражено в **подзаконных актах**, и, как уже неоднократно отмечалось в литературе, нормы статей 23 и 30 ФЗ "О рынке ценных бумаг" указывают на **печатное** средство массовой информации, а не Интернет.

Кроме того, в вышеуказанных подзаконных нормативных актах отсутствует единообразная терминология и определения понятий: **"сайт в сети Интернет"** (Стандарты раскрытия информации об инвестировании средств пенсионных накоплений), **"страница в сети Интернет"** (Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, Положение о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов), **"веб-сайт"**

Право и экономика. 2004. № 1; Он же. Новые требования ФКЦБ России к раскрытию информации эмитентами на различных этапах эмиссии эмиссионных ценных бумаг // Право и экономика. 2004 № 2; Он же. Раскрытие информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг в форме сообщений о существенных фактах (событиях, действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность // Право и экономика. 2004 № 6; Туктаров Ю. Е. Защита инвесторов при раскрытии информации (по материалам судебно-арбитражной практики) // Журнал российского права. 2005. № 5.

<sup>5</sup> Подробнее: Ефремов А. Раскрытие информации: новое Положение и старые проблемы // Вестник НАУФОР. 2005. № 5. С. 31–32.

<sup>6</sup> Подробнее: Ефремов А. Инсайд: взгляд изнутри... и со стороны // Акционерный вестник. 2004. № 3. С. 23.

<sup>7</sup> Подробнее: Ефремов А. Раскрытие информации: новое Положение и старые проблемы... С. 35.

<sup>8</sup> Например, в отношении годового отчета акционерного общества см. Ефремов А. Отчет года... или Годовой отчет // Акционерный вестник. 2005. № 3. С. 17–22.

<sup>9</sup> См., например: Котельникова Е. Нарушение порядка представления информации на рынке ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. 2004. № 4. С. 76–78; Ефремов А. Проблемы реализации информационных прав инвесторов // Капитал & Право. 2004. № 4 (ноябрь). С. 37–38, Он же. Инсайд: взгляд изнутри... и со стороны. С. 24–25.

**в сети Интернет**” (данный термин использовался в Положении о раскрытии информации об аффилированных лицах открытых акционерных обществ, утв. постановлением ФКЦБ России от 01.04.2003 № 03-19/пс), **“специальный сайт в информационной сети”** (ст. 21 ФЗ “О жилищных накопительных кооперативах”) и их соотношение. Конечно, это обусловлено более общими проблемами правового регулирования отношений, связанных с использованием Интернета, и решить проблему на уровне подзаконных нормативных актов ограниченного количества органов исполнительной власти (Минфин РФ, ФСФР России) невозможно.

Целый блок пока неурегулированных вопросов связан с взаимодействием субъектов раскрытия и провайдеров Интернета, которые также имеют большое значение, поскольку первые несут **административную ответственность** за нарушение порядка раскрытия информации (ч. 2 ст. 15.19. КоАП РФ), а провайдер – только **гражданско-правовую** в рамках заключенного договора.

Провайдер становится инсайдером до опубликования информации, и его ответственность за ее использование также однозначно не определена.

Возникает вопрос и о доступности для инвесторов информации, раскрываемой только в Интернете. Возможным решением проблемы является создание точек доступа к Сети как в самой ФСФР, так и в ее региональных отделениях и их территориальных отделах.

### Общие требования к содержанию информации

Данные нормы **законодательно** установлены только в отношении информации об ипотечных ценных бумагах (ст. 38 ФЗ “Об ипотечных ценных бумагах” от 11.11.2003 № 152-ФЗ), об акционер-

ном инвестиционном фонде и паевом инвестиционном фонде (ст. 51 ФЗ “Об инвестиционных фондах” от 29.11.2001 № 156-ФЗ).

В сфере инвестирования средств пенсионных накоплений такие требования отражены в **подзаконном** акте – п. 25 Стандартов раскрытия информации об инвестировании средств пенсионных накоплений.

Поэтому было бы целесообразно закрепить законодательно аналогичные требования и в отношении других субъектов, обязанных раскрывать информацию.

Указанные законы определяют, что любые предоставляемые для распространения или опубликования сведения не должны содержать:

- недобросовестную, недостоверную, незитичную, заведомо ложную, скрытую, вводящую в заблуждение информацию;
  - информацию, которая не имеет документального подтверждения;
  - информацию, не имеющую непосредственного отношения к выпуску ипотечных ценных бумаг и их ипотечному покрытию, к акционерному инвестиционному фонду, управляющей компании паевого инвестиционного фонда или паевому инвестиционному фонду;
  - ссылки на утверждение или одобрение органами государственной власти какой-либо информации о деятельности, связанной с выпуском ипотечных ценных бумаг, о деятельности акционерного инвестиционного фонда или управляющей компании паевого инвестиционного фонда.
- При этом Кодекс РФ об административной ответственности (ст. 15.19) устанавливает ответственность за представление только **недостоверной** информации. Поэтому целесообразно унифицировать нормы, содержащие запреты к содержанию информации, и нормы, устанавливающие ответственность за ее распространение. В противном

случае первые будут носить декларативный характер.

### Взаимодействие различных субъектов в процессе раскрытия информации

Этот вопрос также актуален. В настоящее время только в ФЗ “Об ипотечных ценных бумагах” (п. 2 ст. 35) установлена обязанность специализированного депозитария **представлять эмитенту облигаций с ипотечным покрытием или управляющему ипотечным покрытием информацию и документы, необходимые** для осуществления прав по ипотечным ценным бумагам и **раскрытия информации об ипотечных ценных бумагах**.

Между тем, как уже писал “Вестник НАУФОР” № 5 за 2005, достаточно сложно, например, соблюдать обязанность по раскрытию сведений **о появлении в реестре эмитента лица, владеющего более чем 25% его эмиссионных ценных бумаг любого отдельного вида** (п. 6.2.8 Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг). При этом обязанность регистратора представлять такую информацию эмитенту в особые сроки (моментом наступления данного существенного факта считается **дата внесения приходной записи по лицевому счету лица, зарегистрированного в системе ведения реестра** владельцев именных ценных бумаг эмитента) ни в ФЗ “О рынке ценных бумаг”, ни в Положении о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг, утв. постановлением ФКЦБ России от 02.10.1997 № 27, нормативно не установлена.

Таким образом, совершенствование правового регулирования инфраструктуры российского финансового рынка должно охватывать и вопросы раскрытия информации, которые до настоящего времени не получили окончательного решения. ■