

**А. П. Андреев**

*Аспирант,  
Alexey153@gmail.com*

*Финансовый университет при Правительстве РФ,  
Москва, Российская Федерация*

## **Российский рынок облигаций: проблемы системы раскрытия информации**

**Аннотация.** В настоящее время существует ряд проблем, препятствующих развитию российского рынка ценных бумаг. В данной статье рассматриваются проблемы информационного обеспечения рынка облигаций и предлагаются пути их решения с целью повышения привлекательности российского рынка ценных бумаг для инвесторов. Объектом исследования выступает система раскрытия информации в области российского рынка облигаций. Предметом исследования являются нормативные требования к раскрытию информации и виды ответственности за некорректное раскрытие информации в России. Автор статьи проводит изучение системы раскрытия информации на российском рынке облигаций с использованием таких методов, как наблюдение, анализ и синтез.

**Ключевые слова:** рынок ценных бумаг; облигация; эмитент; инвестор; раскрытие информации; исполнение обязательств.

**A. P. Andreev**

*Postgraduate student,  
Alexey153@gmail.com*

*Financial University under the Government of the Russian Federation,  
Moscow, Russian Federation*

## **Russian bond market: the problems of the disclosure system**

**Annotation.** Currently, there is a number of problems that prevent the development of the Russian securities market. This article examines the problems of information provision of the bond market and suggests the ways to address them in order to increase the attractiveness of the Russian securities market for investors. The object of the study is the disclosure system on the Russian bond market. The subject of the study is the regulatory requirements for disclosure of information and the types of liability for incorrect disclosure of information in Russia. The author of the article conducts a study of the information disclosure system on the Russian bond market using such methods as observation, analysis and synthesis.

**Keywords:** securities market; bond; issuer; investor; disclosure of information; performance of obligations.

---

Как известно, в современном мире практически любая деятельность сопряжена с денежными потоками. В условиях товарно-денежных отношений деньги являются важнейшим ресурсом, который опосредует зачастую каждую активность в обществе.

Однако, мир несовершенен, и время от времени в обществе возникает дисбаланс между потребностью в деньгах и их наличием у кого-либо из участников рыночных отношений. В связи с этим люди для повышения эффективности экономических процессов вынуждены были создать определенные инструменты, устраняющие данный дисбаланс. К таким инструментам, способствующим перераспределению денег в экономике, в частности, относятся облигации — эмиссионные ценные бумаги, удостоверяющие отношения займа.

Из существа отношений займа, в том числе удостоверяемых облигациями, вытекает и их основной риск для займодавца (инвестора, кредитора) — кредитный риск, в соответствии с которым существует вероятность неисполнения обязательств заемщиком перед займодавцем. Для снижения этого риска кредиторы, как правило, анализируют состояние заемщика, его деятельность, прогнозируют его кредитоспособность, и в зависимости от этого стороны определяют условия договора займа и принимают соответствующее решение о заключении договора займа.

Очевидно, что важнейшей составляющей в этом процессе будет являться информация. Именно информация позволяет сделать выбор, принять решение кредитору о передаче денежных средств заемщику во временное пользование. Для того, чтобы решения были правильными, а рынок функционировал наиболее эффективно, информация должна быть полной, достоверной, доступной и своевременной, в первую очередь, для кредитора. Именно в этих целях эмитентов эмиссионных ценных бумаг, в том числе и облигаций, размещаемых путем открытой подписки, обязывают раскрывать большой объем информации, которая должна быть доступна любому заинтересованному лицу.

Рассматривая систему раскрытия информации на российском рынке облигаций, можно заметить, что она не идеальна, и что существует ряд проблем, которые препятствуют наиболее эффективному распределению финансовых ресурсов как внутри российской экономики, так и в целом в мировой экономике.

Так, одной из основных проблем системы раскрытия информации на рынке облигаций является рассредоточение информации по большому числу источников информации. В настоящий момент главным способом раскрытия информации корпоративными эмитентами облигаций является ее опубликование в электронном виде через аккредито-

ванные Банком России средства массовой информации, а именно на сайтах в сети «Интернет» данных средств массовой информации <sup>1</sup>. Сведения о таких средствах массовой информации (по состоянию на 12.04.2018 насчитывалось пять таких информационных агентств) представлены в таблице 1.

*Таблица 1*

**Перечень информационных агентств, аккредитованных Банком России на раскрытие информации о ценных бумагах и об иных финансовых инструментах <sup>2</sup>**

<b>№</b>	<b>Информационное агентство</b>
1	Общество с ограниченной ответственностью «Интерфакс – Центр раскрытия корпоративной информации». ОГРН: 1167746050845; ИНН: 9710006645. Сайт: <a href="http://www.e-disclosure.ru">www.e-disclosure.ru</a>
2	Закрытое акционерное общество «Агентство экономической информации «ПРАЙМ». ОГРН: 1037700186523; ИНН: 7703119309. Сайт: <a href="http://www.disclosure.lprime.ru">www.disclosure.lprime.ru</a>
3	Акционерное общество «Система комплексного раскрытия информации и новостей». ОГРН: 1027700088129; ИНН: 7712095950. Сайт: <a href="http://www.disclosure.skrin.ru">www.disclosure.skrin.ru</a>
4	Закрытое акционерное общество «Анализ, Консультации и Маркетинг». ОГРН: 1027739435800; ИНН: 7733014180. Сайт: <a href="http://www.disclosure.ru">www.disclosure.ru</a>
5	Автономная некоммерческая организация «Ассоциация защиты информационных прав инвесторов». ОГРН: 1027724011985; ИНН: 7724252260. Сайт: <a href="http://www.e-disclosure.azipi.ru">www.e-disclosure.azipi.ru</a>

Важно подчеркнуть, что каждый из корпоративных эмитентов облигаций вправе самостоятельно определять, с каким информационным агентством взаимодействовать в целях раскрытия информации о себе и своих ценных бумагах. Таким образом, получается, что для получения полной информации об эмитенте и его облигациях инвестору (текущему или потенциальному владельцу облигаций) необходимо осуществить следующие действия:

<sup>1</sup> «Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» (утв. Банком России 30.12.2014 № 454-П) (редакция от 27.09.2017), глава 2.

<sup>2</sup> Разработано автором по данным Банка России (<http://www.cbr.ru>).

- либо обратиться ко всем средствам массовой информации, аккредитованным Банком России на проведение действий по раскрытию информации о ценных бумагах, чтобы найти необходимую информацию по каждой ценной бумаге;
- либо обратиться к каждому эмитенту, чтобы узнать, через какое информационное агентство раскрывается информация о его ценных бумагах, и уже затем найти информацию на сайтах таких информационных агентств.

Беря во внимание тот факт, что инвестор может обладать целым портфелем ценных бумаг, включающим в себя несколько десятков, а то и сотен, различных облигаций разных эмитентов либо может стремиться собрать такой портфель ценных бумаг, то становится очевидно, что процесс поиска необходимой информации потребует наличия значительного объема свободного времени и средств для поиска необходимой информации.

Ситуация с раскрытием информации государственными и муниципальными эмитентами также не является простой. Если информацию о таких эмитентах еще можно найти, то, говоря о государственных и муниципальных ценных бумагах, нельзя не обратить внимание на сложную систему источников раскрытия информации. Раскрытие информации о таких ценных бумагах осуществляется еще в большем числе мест по сравнению с корпоративными облигациями<sup>3</sup>:

- Генеральные условия эмиссии и обращения государственных ценных бумаг, а также условия эмиссии и обращения государственных ценных бумаг публикуются как нормативные правовые акты:
  - в электронном виде: в сети «Интернет» на сайте официального интернет-портала правовой информации от лица которого размещаются соответствующие ценные бумаги;
  - в печатном виде: в печатном издании «Российская газета» или печатном издании «Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти»;
- Генеральные условия эмиссии и обращения муниципальных ценных бумаг, а также условия эмиссии и обращения муниципальных ценных бумаг публикуются как правовые акты в порядке, установленном уставом муниципального образования, от лица которого размещаются соответствующие ценные бумаги;

<sup>3</sup> Федеральный закон от 29.07.1998 № 136-ФЗ (ред. от 14.06.2012) «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг», статья 12.

- Информация, содержащаяся в решении о выпуске государственных и муниципальных ценных бумаг, а также отчет об итогах эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг публикуются на официальном сайте органа государственной власти или местной администрации, являющимся эмитентом соответствующих ценных бумаг.

Важно заметить, что информация об одном конкретном выпуске государственных или муниципальных ценных бумаг содержится сразу в нескольких юридических документах, что также заметно усложняет поиск инвесторами информации о таких ценных бумагах.

Учитывая количество регионов и муниципальных образований в России, очевидно, поиск нужной инвестору информации потребует большого объема времени и сил, что является одним из препятствия для своевременного получения полной информации о таких ценных бумагах.

Проблему рассредоточения информации усиливает другая проблема, связанная с отсутствием унификации раскрываемой эмитентами информации. Законами Российской Федерации<sup>4</sup> и нормативными актами Банка России<sup>5</sup> регламентируется только содержание информации, подлежащей обязательному раскрытию со стороны эмитентов облигаций, а форма предоставления такой информации определяется информационным агентством и/или эмитентом облигаций. Все это приводит к тому, что инвестор, инвестирующий свои средства в облигации, должен быть готов к ситуации, когда информация по разным ценным бумагам может представляться в разном виде (формате). Очевидно, что такая ситуация также приводит к дополнительным временным затратам на поиск и анализ необходимой инвесторам информации об облигациях и их эмитентах.

Подводя итог вышесказанному, следует отметить, что в настоящий момент российская система раскрытия информации на рынке облигаций в России подразумевает наличие большого числа источников информации, к которым инвестору необходимо обращаться для получения информации об эмитенте и его ценных бумагах. Очевидно, что такая система усложняет процесс ознакомления заинтересованных лиц с информацией об эмитенте и его ценных бумагах. В виду того, что инвестору, обладающему различными ценными бумагами и/или заинтересо-

---

<sup>4</sup> Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 31.12.2017) «О рынке ценных бумаг».

<sup>5</sup> «Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» (утв. Банком России 30.12.2014 № 454-П) (редакция от 27.09.2017).

ванному в их приобретении, с большой долей вероятности, придется обращаться к нескольким источникам информации, а также обладать навыками работы с разными системами раскрытия информации (разными документами и разными базами данных).

В связи с этим автор предлагает в качестве решения проблем информационного обеспечения создать единый федеральный портал для раскрытия информации в электронной форме по всем ценным бумагам и их эмитентам. Оператором такого портала может быть назначен Банк России, который, как известно, выполняет функции регулирующего органа в сфере ценных бумаг и уже сейчас обладает, пожалуй, всей информацией об эмиссионных ценных бумагах и их эмитентах. Такие преобразования, по мнению автора, позволят сократить время на поиск и анализ необходимой для инвесторов информации о ценных бумагах и их эмитентах, поскольку информация будет сосредоточена в одном источнике и будет иметь единый формат представления, что, в свою очередь, позволит более эффективно функционировать рынку ценных бумаг, а, вместе с ним, и всему финансовому рынку.

Помимо этого сосредоточение информации в едином источнике обеспечит дополнительный контроль со стороны Банка России за раскрытием информации различными эмитентами, что будет дополнительно гарантировать защиту интересов инвесторов.

Еще одной проблемой является нераскрытие своевременно и в полном объеме информации, связанной с эмитентом и его ценными бумагами. В соответствии с российским законодательством, в случае нераскрытия информации эмитентом либо раскрытия эмитентом неполной или недостоверной информации, он несет 3 вида ответственности <sup>6</sup>:

- Гражданско-правовую ответственность, в соответствии с которой эмитент облигации обязан будет возвестить вред, причиненный кредитору (в том числе упущенную выгоду), в результате нарушения требований по раскрытию информации <sup>7</sup>;
- Административную ответственность, в соответствии с которой на лицо, допустившее нарушение требований по раскрытию информации, налагается административный штраф или используются иные административные меры воздействия <sup>8</sup>;

<sup>6</sup> Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 31.12.2017) «О рынке ценных бумаг» // «Собрание законодательства РФ», № 17, 22.04.1996, ст. 1918. — статья 51

<sup>7</sup> «Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая)» от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 29.12.2017), статьи 15, 393.

<sup>8</sup> «Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях» от 30.12.2001 № 195-ФЗ (ред. от 03.04.2018), статьи 15.19, 15.21.

- Уголовную ответственность, в соответствии с которой на лицо, допустившее нарушение требований по раскрытию информации, налагается штраф, либо данному лицу назначаются обязательные или исправительные работы, либо данное лицо лишается права занимать определенные должности и заниматься определенным видом деятельности<sup>9</sup>.

С теоретической точки зрения все организовано правильно: эмитент имеет определенные обязательства по раскрытию информации, которая должна быть достоверной и содержать в полном объеме все важные сведения, а за несоблюдение данного обязательства несет ответственность. Однако, исследуя проблему неисполнения эмитентом обязательств по раскрытию информации на практике, возникает ряд парадоксальных моментов.

Одним из таких случаев может являться плохое финансовое состояние эмитента — организации. Так, в предбанкротном состоянии эмитент облигаций может перестать публиковать обязательную к раскрытию информацию с целью снижения затрат на ее утверждение и публикацию. В то же время в этой ситуации эмитент может преследовать и иные цели: например, он может отказаться от раскрытия информации с целью сокрытия некоторых негативных сведений от инвесторов, чтобы не было предъявлено требований о досрочном погашении или выкупе облигаций либо чтобы вывести хорошие активы за баланс и уже после этого ликвидировать свое юридическое лицо. Все это безусловно будет являться нарушением требований нормативных правовых актов. Тем не менее, в данной ситуации ни эмитент, ни его исполнительные органы, вероятнее всего, не понесут должной ответственности, ведь для привлечения эмитента к ответственности инвесторам необходимо будет заявить о нарушенных правах в Банк России, полицию, суд и иные государственные органы, что инвесторам, как правило, не выгодно. Ведь в случае реализации риска банкротства эмитента наложение штрафов на эмитента за нераскрытие должным образом информации, уплата из средств эмитента всех расходов, связанных с его банкротством, в том числе судебных расходов, расходов на арбитражных управляющих и расходов по уплате исполнительных сборов, — все это, безусловно, приведет к снижению стоимости чистых активов эмитента. Учитывая тот факт, что в соответствии с федеральным законодательством России в случае признания эмитента банкротом в рамках конкурсного производства в первую очередь будут погашены текущие

---

<sup>9</sup> «Уголовный кодекс Российской Федерации» от 13.06.1996 № 63-ФЗ (ред. от 19.02.2018), статьи 172.1, 185, 185.1, 185.3, 185.6.

платежи, связанные с реализацией процедур банкротства эмитента, а также тот факт, что на первых этапах осуществляется погашение обязательных платежей (налогов и сборов, коммунальных платежей) и удовлетворение требований кредиторов первой и второй очереди, и только уже потом лишь будут удовлетворяться требования кредиторов – владельцев облигаций, существует довольно высокий риск невозврата вложенных активов в облигации такого эмитента<sup>10</sup>. Таким образом, возникает ситуация, при которой эмитент может, по сути, безнаказанно не исполнять возложенные на него нормативными правовыми актами обязательства в части раскрытия информации, не боясь, что его привлекут к ответственности за такие деяния. Данная ситуация усугубляется еще и тем, что ответственность юридического лица, как правило, ограничена только его имуществом (например, при наличии активов у организации размером в 100 тысяч рублей она не сможет удовлетворить требование суда по взысканию с нее суммы долга в 500 тысяч рублей, в связи с чем велика вероятность, что такая организация будет признана банкротом, а кредиторы получат возмещение в рамках 100 тысяч рублей с учетом требований других кредиторов, а также уплаты всех расходов, возникающих вследствие реализации риска банкротства)<sup>11</sup>.

Другой случай может возникать при желании эмитента любыми способами снизить свою долговую нагрузку или уменьшить свои затраты на обслуживание долга. Здесь важно понимать, что облигация – это, как правило, рыночный актив, и в случае отсутствия полной и достоверной информации о состоянии эмитента и его деятельности, своевременно раскрытой для инвесторов, на рынке может возникнуть паника среди инвесторов, и инвесторы начнут распродавать принадлежащие им облигации данного эмитента и при этом, вероятно, нести убытки (цены на облигации снижаются в связи с ростом их продаж), в результате чего эмитент получит возможность выкупить подешевевшие облигации с рынка и тем самым сократить свои расходы по обслуживанию долга или погасить часть облигаций по цене ниже их номинала. Таким образом, можно выделить еще одну цель несвоевременного или неполного раскрытия информации эмитентом облигаций – манипулирование рынком с целью получения каких-либо выгод. При этом самое интересное, что в федеральном законодательстве при определении действий, относящихся к

<sup>10</sup> Федеральный закон от 26.10.2002 № 127-ФЗ (ред. от 07.03.2018) «О несостоятельности (банкротстве)», статья 134.

<sup>11</sup> «Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая)» от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 29.12.2017), статья 56.



манипулированию рынком, нераскрытие информации эмитентом ценных бумаг, в том числе и облигаций, не рассматривается, что также дает возможность эмитенту для безнаказанного нарушения прав инвесторов, владеющих ценными бумагами такого эмитента<sup>12</sup>.

Исходя из вышесказанного, автор считает, что необходимо повысить уровень ответственности эмитента и его органов управления за нарушение требований о раскрытии информации на рынке ценных бумаг, а также дополнить список действий, относящихся законом к манипулированию рынком, действиями эмитента, направленных на сокрытие существенной для инвесторов информации. В качестве одного из вариантов ужесточения ответственности за нарушение нормативных правовых актов в части раскрытия информации стоит рассмотреть введение на законодательном уровне нормы субсидиарной ответственности органов эмитента за нераскрытие всей существенной информации, которая способна оказать влияние на стоимость облигаций и исполнение обязательств по ним, при которой интересы инвесторов будут обеспечиваться также имуществом лиц, ответственных за неполное, недостоверное и/или несвоевременное раскрытие информации. Более того, учитывая суммы облигационных займов (как правило, это суммы свыше 500 миллионов рублей), важно предусмотреть в нормативных правовых актах о банкротстве нормы, препятствующие аннулированию задолженности лиц, которые несут субсидиарную ответственность за вышеуказанные нарушения, вследствие признания ответственных лиц банкротами. Данные новшества, по мнению автора, позволят инвесторам чувствовать себя более защищенными и, вероятнее всего, повысят интерес как российских, так и зарубежных инвесторов к российскому рынку облигаций и рынку ценных бумаг в целом.

Завершая настоящую статью, стоит еще раз подчеркнуть важность информационного обеспечения рынка облигаций. Наличие полной, достоверной и своевременной информации об облигациях и их эмитентах способствует повышению эффективности функционирования финансовой системы отдельно взятой страны. Рассмотрев систему раскрытия информации, связанной с облигациями и их эмитентами, в России, автор приходит к выводу, что на текущий момент существует ряд проблем, связанных с информационным обеспечением российского рынка ценных бумаг. На основе анализа некоторых из таких проблем, автор

---

<sup>12</sup> Федеральный закон от 27.07.2010 № 224-ФЗ (ред. от 03.07.2016) «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», статья 5.

статьи заключает, что Правительству Российской Федерации вместе с Банком России должны разработать инструменты правовой защиты интересов инвесторов и закрепить их в нормативных документах. Такие действия позволят привлечь на российский рынок облигаций новых инвесторов, а, вместе с этим, повысить ликвидность на российском рынке ценных бумаг, что является необходимым условием для эффективно-го функционирования финансового рынка в целом.

#### **Список литературы**

1. «Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» (утв. Банком России 30.12.2014 № 454-П) (редакция от 27.09.2017) // «Вестник Банка России», № 18–19, 06.03.2015.
2. Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации [Электронный ресурс]. URL: <http://www.cbr.ru/> (дата обращения: 10.04.2017).
3. Федеральный закон от 29.07.1998 № 136-ФЗ (ред. от 14.06.2012) «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» // «Собрание законодательства РФ», 03.08.1998, № 31, ст. 3814.
4. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 31.12.2017) «О рынке ценных бумаг» // «Собрание законодательства РФ», № 17, 22.04.1996, ст. 1918.
5. «Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая)» от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 29.12.2017) // «Собрание законодательства РФ», 05.12.1994, № 32, ст. 3301.
6. «Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях» от 30.12.2001 № 195-ФЗ (ред. от 03.04.2018) // «Собрание законодательства РФ», 07.01.2002, № 1 (ч. 1), ст. 1.
7. «Уголовный кодекс Российской Федерации» от 13.06.1996 № 63-ФЗ (ред. от 19.02.2018) // «Собрание законодательства РФ», 17.06.1996, № 25, ст. 2954.
8. Федеральный закон от 26.10.2002 № 127-ФЗ (ред. от 07.03.2018) «О несостоятельности (банкротстве)» // «Собрание законодательства РФ», 28.10.2002, № 43, ст. 4190.
9. Федеральный закон от 27.07.2010 № 224-ФЗ (ред. от 03.07.2016) «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // «Собрание законодательства РФ», 02.08.2010, № 31, ст. 4193.

**References**

1. «Polozhenie o raskrytii informatsii emitentami emissionnykh tsennykh bumag» (utv. Bankom Rossii 30.12.2014 № 454-P) (redaktsiya ot 27.09.2017) // «Vestnik Banka Rossii», № 18–19, 06.03.2015.
2. Ofitsial'nyi sait Tsentral'nogo banka Rossiiskoi Federatsii [Elektronnyi resurs]. URL: <http://www.cbr.ru/> (data obrashcheniya: 12.04.2018).
3. Federal'nyi zakon ot 29.07.1998 № 136-FZ (red. ot 14.06.2012) «Ob osobennostyakh emissii i obrashcheniya gosudarstvennykh i munitsipal'nykh tsennykh bumag» // «Sobranie zakonodatel' stva RF», 03.08.1998, № 31, st. 3814.
4. Federal'nyi zakon ot 22.04.1996 № 39-FZ (red. ot 31.12.2017) «O rynke tsennykh bumag» // «Sobranie zakonodatel' stva RF», № 17, 22.04.1996, st. 1918.
5. «Grazhdanskii kodeks Rossiiskoi Federatsii (chast' pervaya)» ot 30.11.1994 № 51-FZ (red. ot 29.12.2017) // «Sobranie zakonodatel' stva RF», 05.12.1994, № 32, st. 3301.
6. «Kodeks Rossiiskoi Federatsii ob administrativnykh pravonarusheniyakh» ot 30.12.2001 № 195-FZ (red. ot 03.04.2018) // «Sobranie zakonodatel' stva RF», 07.01.2002, № 1 (ch. 1), st. 1.
7. «Ugolovnyi kodeks Rossiiskoi Federatsii» ot 13.06.1996 № 63-FZ (red. ot 19.02.2018) // «Sobranie zakonodatel' stva RF», 17.06.1996, № 25, st. 2954.
8. Federal'nyi zakon ot 26.10.2002 № 127-FZ (red. ot 07.03.2018) «O nesostoyatel' nosti (bankrotstve)» // «Sobranie zakonodatel' stva RF», 28.10.2002, № 43, st. 4190.
9. Federal'nyi zakon ot 27.07.2010 № 224-FZ (red. ot 03.07.2016) «O protivodeistvii nepravomernomu ispol' zovaniyu insaiderskoi informatsii i manipulirovaniyu rynkom i o vnesenii izmenenii v otdel'nye zakonodatel'nye akty Rossiiskoi Federatsii» // «Sobranie zakonodatel' stva RF», 02.08.2010, № 31, st. 4193.