

Инфорсмент законодательства в области ценных бумаг в странах Балтии

Анете Паусте*

Рижская бизнес-школа и Стокгольмская школа экономики

Май 2005

Абстракт

Цель настоящего исследования – изучение правоприменения законодательства в области ценных бумаг в трех странах Балтии- Эстонии, Латвии и Литве. Вслед за *La Porta et al* (2005), мы разделяем государственное правоприменение, т.е. мнение о том, что обеспечение развития фондового рынка требует сильного государственного органа, как, например, Комиссии по ценным бумагам и биржам, и частное правоприменение, т.е. мнение о том, что законодательство в области обращения ценных бумаг должно предусматривать стандартизацию соответствующих контрактов и практику судебного разбирательства таким образом, чтобы частным образом снижать затраты по принуждению к исполнению контрактов.

-
- Настоящий доклад подготовлен для Круглого стола по проблемам российского корпоративного управления (г. Москва, 2-3 июня 2005 г.) Автор выражает признательность Uldis Cerps за существенный вклад в настоящую работу, а также Ingrid Arumagi и Priit Priksaar (Эстонское агентство по финансовому контролю), Virgilijus Poderys, Egle Surpliene и Vilija Nausedaite (Литовская Комиссия по рынку ценных бумаг) и Ugnius Ramanauskas за большую помощь. Автор благодарит OECD и CERGE-EI Foundation (по программе Global Development Network) за финансовое содействие. С автором можно связаться по электронной почте anete.pajuste@hhs.se

Общие положения

После краха социалистической системы страны с переходной экономикой реализовали значительные по объему реформы в экономической и правовой сферах. Существующие документальные свидетельства говорят о том, что во многих переходных экономиках подготовленное законодательство на бумаге выглядит, во многом, соответствующим западным аналогам или даже превосходит их (*Pistor et al, 2000*). Авторы многих исследований пришли к выводу, что недостаточно последовательное правоприменение законодательства о защите прав инвесторов негативно сказывается на развитии финансового сектора, активности на фондовом рынке, возможности получать внешние средства и т.п., но эти исследования не анализируют причины подобного рода правоприменения, а также то, что можно сделать, чтобы улучшить ситуацию.

Berkowitz et al (2002) утверждает, что тот способ, которым законы других стран были изначально «трансплантированы» в страну-реципиент, имеет сильное косвенное воздействие на экономическое развитие через его влияние на правоприменение. Следовательно, одной из причин неадекватного правоприменения может быть неадекватная трансплантация законов в систему переходной экономики. *Berglof and Pajuste (2003)* полагают, что если трансплантируемые процедуры не приносят ожидаемого эффекта и могут причинить вред миноритарным инвесторам в определенных случаях, неадекватный инфорсмент может быть намеренным. Другой причиной может выступать несоответствующее распределение полномочий в области инфорсмента между судьями и регуляторами рынка. *Glaeser et al. (2001)* представляет компромисс между *судьями*, которые более объективны при принятии решений, но могут оказаться довольно немотивированными в отношении применения законов в сфере ценных бумаг, и *регуляторами*, которые более компетентны и мотивированы в данной области, но могут оказаться чрезмерно мотивированными и сикать нарушения в ущерб принципу справедливости. В качестве положительного примера авторы приводят Польшу, чтобы продемонстрировать, как эффективные процедуры защиты инвесторов в сочетании с наличием независимого и высоко мотивированного регулятора стимулировали стремительное развитие рынка ценных бумаг в первые годы посткоммунистического перехода.

La Porta et al (2005) проводят различие между государственным инфорсментом и частным инфорсментом и их влиянием на развитие рынка. *Частный инфорсмент* предполагает, что законодательство в области ценных бумаг благоприятно, если оно снижает затраты на частные контракты. Законы должны стандартизировать контракты в сфере ценных бумаг, а также четко устанавливать ответственность за неисполнение законодательства. При стандартизованных контрактах и процедурах затраты на принуждение к исполнению контрактов оказываются ниже. Гипотеза же *государственного инфорсмента* предполагает, что законы в области ценных бумаг благоприятны, если приносят полномочия и стимулы государственному органу, такому, как Комиссия по ценным бумагам и биржам, по контролю за правоприменением. С помощью данных по развитию рынка ценных бумаг в 49 странах авторы демонстрируют, что законодательство в данной сфере, которое способствует частному инфорсменту более благоприятно для фондового рынка, чем если оно способствует государственному инфорсменту.

Во многих странах с переходной экономикой затраты на частный инфорсмент обычно высоки не потому, что законы в области ценных бумаг и корпоративное законодательство плохо сформулированы, но скорее потому, что в них наличествует немотивированный, не знакомый с экономическими вопросами или подчас коррумпированный суд. В первые годы

посткоммунистического перехода Gray (1993) отмечал, что корпус судей [в Польше и Чешской Республике] демонстрировал нехватку опыта и знаний, чтобы справиться с новыми для него вызовами рыночной экономики, в частности, такими, как организованный рынок ценных бумаг, и что потребуется время, чтобы преодолеть это ограничение. В подобных условиях регуляторы рынка, у которых есть значительные полномочия в области правоприменения (например, в Польше, Латвии) играют ключевую роль в создании прецедентов и повышении уровня квалификации судейского корпуса. Сильный и компетентный и опытный регулятор как предполагается, вызывает у судей большее уважение, чем любой отдельно взятый инвестор.

Основная цель настоящего доклада – анализ текущей ситуации в области информирования законодательства о защите прав инвесторов в странах Балтии и извлечение некоторых общих выводов по данному вопросу.

Результаты

Настоящий доклад построен в строгом соответствии методике, используемой La Porta, Lopez –de-Silanes и Schleifer в их проекте по изучению законодательства и правоприменительной практики в 49 странах мира. Результаты этого проекта представлены в докладе, озаглавленном «What Works in Securities Laws?» и на личной странице профессора Andrei Schleifer в сети Интернет (<http://post.economics.harvard.edu/faculty/schleifer/data.html>). Данные этого исследования были получены на основании ответов на вопросник, в котором описывались законы в области ценных бумаг (включая реальные законы, акты, процедуры, обязательные к исполнению судебные прецеденты, и другие решения с использованием силы закона), применимые к предложению акций, числящихся в листинге крупнейшей в стране биржи в декабре 2000 г. Мы следовали той же методике и изучали соответствующее законодательство в области ценных бумаг и его инфорсмент в трех странах Балтии по состоянию на январь 2005 г. Следует принять во внимание, что работе La Porta et al.(2005) в качестве отправной точки взята американская система законов и инфорсмента в области ценного рынка; для случая США все три индекса (требования к раскрытию информации, нормы ответственности и государственный инфорсмент оказываются самыми высокими из упомянутых 49 стран. В настоящем докладе мы опускаем дискуссию о том, целесообразна ли данная методика, является ли американская система самой лучшей, или нет, но лишь воспроизводим эту методологию, чтобы сравнить показатели по разным странам мира.

Приложение А содержит в обобщенном виде эстонское законодательство в области ценных бумаг. Оно представлено в той же форме, что и в работе La Porta et al.(2005). Мы представляем в частности, 4 раздела. В первом рассматриваются регулятор и его надзорные и регуляторные функции, что дает некий фоновый материал для кодирования the Supervisor's characteristics (характеристики надзорного органа) Rule-making power (полномочия по регулированию рынка) Investigative powers (полномочия в области проведения расследований). Во второй части анализируется обязанность раскрытия информации материального характера в проспекте эмиссии для целей анализа Disclosure Index (показателя раскрытия информации). Третья часть содержит анализ санкций за сокрытие информации (для Order Index и Criminal index (показателя порядка и преступности). Наконец, право инвестора на реституцию потерь (для Liability Standard Index – показателя нормы ответственности) описывается в части четвертой. Все дефиниции показателей даны в Приложении Б, а значения показателей для трех стран Балтии, США и средние по 15 странам ЕС до его состоявшегося расширения (EU-15) представлены в Таблице 1.

Страны Балтии имеют много общего в сфере законодательства по ценным бумагам и его применения. Это объясняется тем, что данные страны, в основном, следуют требованиям, установленным различными директивами ЕС (в частности, Директивой 2001/34/ЕС по допуску ценных бумаг в официальный биржевой листинг и по подлежащей публикации информации по данным ценным бумагам (Директива 2001/34). Стандарты ЕС устанавливают набор минимальных требований, в то время как отдельные члены Союза могут устанавливать дополнительные требования, чтобы усилить защиту прав инвесторов. В данной работе мы берем в качестве примера случай Эстонии и рассматриваем, там, где это применимо, различия между ее национальной системой и системами двух других балтийских стран.

Таблица 1.
Обобщение переменных по странам
Дефиниции переменных представлены в Приложении А

Переменная	Эстони я	Латви я	Литв а	Средне е значени е по ЕС-15	СШ А	Директив а ЕС 2001/34/Е С
Перспект эмиссии	0	0	0	0,20	1	0
Компенсация	0,5	0,5	0,5	0,60	1	0,5
Акционеры	1	1	1	0,87	1	0
Долевая собственность инсайдеров	1	0,5	0,5	0,67	1	0,5
Контракты, заключенные вне сферы основной деятельности	0,5	0,5	0,5	0,53	1	0,33
Транзакции	0,5	0,5	0,5	0,53	1	0,33
<i>Требования к раскрытию информации.</i>	0,58	0,50	0,50	0,53	1	0,33
Эмитент / директор обременения	0,33	0	0	0,43	1	
Дистрибьютор обременения	0,33	0	0	0,37	1	
Ответственный за обременение	0	0	0	0,53	1	
<i>Нормы ответственности</i>	0,22	0,00	0,00	0,44	1	
Назначение	1	1	1	0,13	1	
Срок пребывания в должности	1	1	1	0,40	1	
Центр внимания	0	0	1	0,53	1	
<i>Характеристики органа надзора</i>	0,67	0,67	1,00	0,36	1	
<i>Нормотворческие полномочия</i>	0,00	1,00	1,00	0,50	1	
Документ	1	1	1	0,57	1	
Свидетель	1	1	1	0,27	1	
<i>Полномочия по расследованию..</i>	1,00	1,00	1,00	0,42	1	
Орган, дающий приказы	0,5	0,25	0,5	0,25	1	
Дистрибьютор приказов	0,5	0,25	0,5	0,35	1	
Отвечающий за приказы	0	0	0	0,18	1	
<i>Приказы</i>	0,33	0,17	0,33	0,26	1	
Уголовные санкции к Руководителю/должностному лицу	0	0,5	0,5	0,53	0,5	
Уголовные санкции к Дистрибьютору	0	0,5	0,5	0,37	0,5	

Уголовные санкции к Ответственному лицу	0	0,5	0,5	0,53	0,5	
<i>Индекс уголовных санкций</i>	0,00	0,50	0,50	0,48	0,5	
<i>Индекс государственного информента</i>	0,40	0,67	0,77	0,40	0,9	

Требования к раскрытию информации

Минимальный набор требований к раскрытию информации в отношении бумаг, включаемых в биржевой листинг, изложен в Директиве 2001/34 и недавно измененной и дополненной Директиве 2003/71/ЕС, которая содержит детальные требования к проспекту эмиссии, который должен быть опубликован, когда ценные бумаги предлагаются к публичному размещению или допускаются к торгам (Директива 2003/71). По состоянию на январь 2005 г., самые последние по времени изменения и дополнения еще не были внесены в законодательство трех балтийских стран.

Требования латышского и литовского законодательства к раскрытию информации строго следуют их минимальному набору, установленному Директивой 2001/34¹, за исключением того, что порог отчетности для крупных акционеров снижен до 10%-ного уровня в Латвии и 5%-ного – в Литве. Данная же Директива требует не более чем 20%-ного порога для крупных акционеров.

Директива 2001/34 предписывает раскрытие информации об общем количестве акций, которыми владеют административные, управляющие и надзирающие органы. Законы Эстонии требуют, чтобы раскрытия информации о числе акций, находящихся во владении каждого директора и служащего компании. Следовательно, индекс раскрытия информации Эстонии – 0,58-оказывается выше, чем в двух других странах (0,50), а также выше, чем в среднем по 15 государствам ЕС (0,53).

Нормы ответственности

Законодательство Эстонии в сфере ценных бумаг включает положение, согласно которому *эмитент* или *продавец* (но не бухгалтер) обязан компенсировать инвестору потери в случае ложного утверждения или опущения информации материального характера, допущенных в проспектах эмиссии. Стандарты ответственности такие же, как и при гражданских правонарушениях. Инвестор должен показать, что эмитент или продавец халатно отнесся к своим обязанностям, что привело к опущению информации в данном проспекте эмиссии, также то, что инвестор доверился данному проспекту (доверие), чтобы произвести инвестиции и что его потери были вызваны недостоверной информацией, содержащейся в данном проспекте (обусловленность). В результате, Эстония получает индекс стандартов ответственности на уровне 0.22, что составляет половину от среднего по ЕС-15 (0.44).

¹ Однако все эти требования, за исключением раскрытия информации держателями крупных пакетов акций, в настоящее время применяются только к ценным бумагам, числящимся в официальном листинге (Уровень 1), а не текущем (Уровень 2)

Индекс норм ответственности в Латвии и Литве составляет 0 по нижеследующим причинам: в обеих странах инвестор может в суде требовать компенсации за причиненный ему ущерб от лиц, которые отвечают за достоверность информации, включенной в проспект эмиссии, если указанные потери были вызваны недостоверной информацией, содержащейся в проспекте. Однако закон прямо не требует подписи эмитента и продавца под проспектом эмиссии. В принципе, любой человек с улицы может подписать подобный проспект, а потом исчезнуть. Это случай близок к германским прецедентам, где обычно только те, кто инициировал выпуск проспекта, принимают на себя ответственность за него, поэтому и в Германии величина соответствующего индекса составляет 0.

Новая Директива 2001/71 предписывает странам- членам ЕС обеспечить, чтобы ответственность за информацию, данную в проспекте эмиссии, несли, по крайней мере, эмитент или его административные, управленческие или надзирающие органы, продавец (дилер), лицо, запрашивающее допуск ценных бумаг эмитента на торги на регулируемом рынке или же гарант. Страны- члены ЕС должны обеспечить, чтобы их законодательство, а также регулирующие и административные процедуры и положения в части гражданской ответственности были бы применимы по отношению к лицам, ответственным за информацию, предоставленную в проспекте. Следовательно, можно ожидать, что как только данная новая Директива будет «транспонирована» на Латвию и Литву, их национальные нормы ответственности повысятся, по крайней мере, до уровня эстонских.

Государственный инфорсмент

Характеристики надзорного органа. Литва получила максимально возможную величину индекса характеристики надзорного органа (1) исключительно потому, что система надзора за национальным рынком ценных бумаг отделена от органов, надзирающих за банковским и страховым секторами, в то время как в Латвии и Эстонии все три указанных сектора подпадают под компетенцию одного органа по надзору за ними. В результате, по методике La Porta et al. Индекс характеристики надзорного органа в этих странах составляет 0, 67. Надо отметить, что величины указанных индексов во всех трех странах значительно выше, чем в 15 странах ЕС (0,36). Во всех трех странах регулятор является довольно независимым. Он назначается с использованием системы сдержек и противовесов (например, утверждается парламентом страны), а не единолично кабинетом, да и сместить его возможно только по установленной процедуре, а не по воле назначившего его должностного лица (лиц).

Полномочия по регулированию рынка. В Латвии и Литве полномочия по регулированию рынков ценных бумаг (в частности, первичного предложения или процедур листинга) делегированы регуляторным органам (регулятору). Поэтому эти две страны получают максимальную величину индекса полномочий по регулированию рынка (1). В Эстонии же регулятор обладает только правами надзорной инстанции, в то время как полномочия по регулированию рынка остаются в ведении Министерства финансов страны. Таким образом, Эстония получает нулевую отметку индекса полномочий по регулированию рынка. Средняя величина соответствующего показателя в 15 государствах ЕС составляет 0,5, что означает, что в половине стран Евросоюза полномочия по надзору и

регулированию фондового рынка также находятся в ведении одного и того же государственного органа.

Полномочия по расследованию. Во всех трех странах Балтии у регулятора есть полномочия по затребованию документов от любого лица, связанного с мошенничеством на рынке ценных бумаг. Таким образом, все три прибалтийских страны получают высшую отметку соответствующего индекса (1).

Приказы. В целом, все три страны следуют Директиве 2003/71 в части полномочий регулятора в отношении эмитента. В частности, регулятору даны полномочия по приостановке или прекращению торговли ценными бумагами эмитента, если ситуация с последним такова, что торговля ими нанесет ущерб интересам инвесторов. В этом отношении у регулятора есть свобода действий в отношении приостановки торгов ценными бумагами эмитента, в случае если, по его мнению, страдающий серьезными недостатками проспект эмиссии представляет угрозу для рынка. Во всех трех странах регулирующие органы могут приказывать эмитенту исправить недостатки в проспекте эмиссии, а также затребовать от него дополнительную информацию. В случае если эмитент предоставляет неверную или страдающую неточностями информацию в проспекте эмиссии, в Эстонии и Литве на него налагаются денежные санкции, а в Латвии такого наказания пока нет. Только в эстонском законодательстве по ценным бумагам прямо сформулировано требование выплаты компенсаций инвесторам. Поэтому переменная «*Приказы эмитенту*» составляет для Эстонии и Литвы - 0,50 (за приказы по линии «реальные санкции») и 0,50 – (за приказы по линии «прекратить») и 0,25 для Латвии (0 за приказы по линии «реальные санкции» и 0,5 – по линии «прекратить»). Значение переменной «*Приказы дистрибьютору*» составляет 0,50 для Эстонии и Латвии потому, что в обеих странах регулятор может приостановить действие лицензии (приказ об остановке - «прекратить») и наложить наказание в денежной форме на дистрибьютора («реальные санкции»); соответствующее же значение индекса для Латвии составляет 0,25, потому что в настоящее время национальный регулятор не имеет полномочий налагать наказания в денежной форме на дистрибьютора, в случае если проспект последнего страдает недостатками. В случае наличия указанного нарушения по вине аудитора регуляторные агентства всех трех стран не имеют полномочий по выпуску приказов «реальные санкции» и «прекратить» в его отношении. Обычно регулятор может лишь направить дело в соответствующий орган, - такой, как Литовская палата аудиторов или эстонский Совет по аудиту. Следовательно, значение переменной «*ответчик по приказам*» для всех трех стран составляет 0.

Борьба с преступностью. В случае недостоверных утверждений или опущения информации материального характера в проспекте эмиссии санкции уголовного характера применяются в отношении лиц, совершающих преступные действия, квалифицируемые как мошенничество или манипулирование рынком. В уголовном кодексе Литвы и Латвии манипулирование рынком определяется, как «те, кто в попытке искусственно увеличить или уменьшить стоимость ценных бумаг распространили информацию об эмитенте или его ценных бумагах, которая фальшива или несовершенна, и причинили в связи с этим материальный ущерб, подлежат наказанию...». Хотя данное положение и вряд ли будет применено (пока таких прецедентов, по сути, не было), теоретически оно может быть применимо для случаев ложных утверждений в проспекте эмиссии

при условии, что оно будет соответствовать вышеуказанным обстоятельствам. По состоянию на январь 2005 г. в Эстонии манипулирование рынком еще не определялось как криминальное действие,- поэтому *индекс борьбы с преступностью* в странах Балтии составляет 0,5 для Латвии и Литвы и 0 для Эстонии.

Выводы

Инфорсмент законодательства в области ценных бумаг в трех странах Балтии в настоящее время, в основном, основан на государственной системе правоприменения, представленной и реализуемой регулятором рынка или судебным корпусом. Данное исследование демонстрирует, что *индекс государственного инфорсмента* в странах Балтии выше, чем в среднем по 15 странам ЕС., однако частный инфорсмент (*индексы требований к раскрытию информации и норм ответственности*) –ниже, чем в указанных странах.

Директива ЕС 2003/71 относительно раскрытия данных в проспекте эмиссии нацелена на то, чтобы подтянуть требования к раскрытию информации в ЕС к американским. В частности, данная Директива требует раскрытия информации о вознаграждении, выплачиваемом каждому члену управленческого и надзорного органа компании, а также раскрытия информации об пакете акций, которым он владеет Кроме того, Директива также требует раскрытия информации об операциях и контрактах материального характера родственных сторон. После внедрения положений данной Директивы в законодательство европейских стран *индекс требований к раскрытию информации* стран ЕС должен вырасти с текущего значения 0, 5 до близкого к 1. Директива также должна повысить *нормы ответственности* в ЕС, напрямую требуя , чтобы эмитент, дистрибьютор и аудитор брали на себя ответственность за информацию, представленную в проспекте эмиссии. Концентрация внимания на инструменты частного инфорсмента в рамках ЕС предполагает также, что законодатели разделяют мнение La Porta et al. (2005) о том, что законодательство в области ценных бумаг, способствующее развитию частного инфорсмента, принесет фондовому рынку пользы больше, чем государственный инфорсмент.

Тем не менее, следует помнить о роли регулятора в странах с меньшей традицией правление закона,- таких, как центрально- и восточноевропейские страны. В нынешних условиях роль регулятора в указанных странах состоит в том, чтобы устанавливать прецеденты для различных случаев защиты прав инвесторов. Следовательно, неудивительно, что индекс государственного инфорсмента в странах Балтии гораздо выше, чем Западной Европе. В этом контексте мы можем утверждать, что система государственного инфорсмента – важный шаг в переходе к более эффективной системе частного инфорсмента.

Источники

Berglöf, E., Pajuste, A., 2003. Emerging owners, eclipsing markets? Corporate governance in Central and Eastern Europe. In Cornelius, P.K., Kogut, B. (Ed.): Corporate governance and capital flows in a global economy, Oxford University Press.

Berkowitz, D., Pistor, K., Richard, J.-F., 2002. Economic development, legality, and the transplant effect. European Economic Review 47, 165-195.

Glaeser, E., Johnson, S., Shleifer, A., 2001. Coase versus the Coasians. *Quarterly Journal of Economics* 116,853-899.

Gray, C.W., et al., 1993. Evolving legal frameworks for private sector development in Central and Eastern Europe. World Bank Discussion Paper No. 209.

La Porta, R., Lopez De Silanes, F., Shleifer, A., 2005. What works in securities laws?

Journal of Finance (forthcoming). Pistor, K., 2000. Patterns of legal change: shareholder and creditor rights in transition economies. *European Business Organizations Law Review* 1, 59-110.

ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО ЭСТОНИИ В ОБЛАСТИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Часть 1. Регулятор и его регуляторные и надзорные функции

По состоянию на май 2005 г., Орган по финансовому надзору (*Finantsinspeksioon*), "FSA", является главным регулятором национального рынка ценных бумаг, финансового и страхового рынков страны.

Половина членов наблюдательного совета FSA назначаются Правительством Эстонии по предложению Министра финансов, а кандидатуры второй половины НС предлагаются Президентом Банка Эстонии. В целом, члены НС FSA могут быть отстранены от занимаемой должности в случае материального доказательства преступления (например, конфликта интересов) или материального свидетельства нарушения своих обязательств или обязанностей.

В целом, надзор за национальным рынком ценных бумаг и организациями, работающими на этом рынке, находится в компетенции FSA, в то время как регулирование финансового рынка- предмет ведения Министерства финансов, действующего на основании рекомендаций FSA. Последнее также вносит предложения по разработке и внесению дополнений и изменений законов и других нормативных и правовых документов в отношении финансового сектора и надзору за ним, а также участвует в разработке этих документов. За FSA остается также право по созданию пояснительных рамочных материалов к законодательству которым регулируется деятельность финансового сектора и консультации по вопросам финансового надзора.

В целях реализации своих надзорных функций FSA имеет право бесплатно получать информацию, документы и разъяснения от любого физического и юридического лица, а также из баз данных государственных органов, наблюдательных советов и органов государственного управления на местах (пар. 231 Закона о рынке ценных бумаг).

Часть 2. Обязанность раскрывать информацию материального характера.

Требования к раскрытию информации в Эстонии, целом, следуют духу Директивы 2003/71/ЕС Европарламента и Совета Европы в отношении публикации данных проспекта эмиссии, в случае когда ценные бумаги предлагаются для публичной торговли ими или допускается до нее.

В Эстонии отсутствует требование предоставлять соответствующий документ каждому потенциальному инвестору, однако проспект эмиссии или конкретные детали процедуры листинга должны быть им доступны на бесплатной основе. Каждый член органа правления эмитента или заменяющего его в этой роли органа и, по крайней их мере, один из членов органа правления продавца или орган, заменяющего это правление, который имеет полномочия по представлению интересов продавца должен заверить точность информации, представленной в проспекте эмиссии своей подписью (SMA, пар. 24(1)). Точность информации также должна быть заверена подписью аудитора в полугодовом или годовом отчете компании, представленном в проспекте эмиссии (SMA, пар. 24(2)).

Проспект эмиссии должен содержать всю значительную информацию, необходимую для принятия инвестиционного решения, о предложении, предлагаемых ценных бумагах, эмитенте, его финансовой ситуации, его перспективах и прочих обстоятельствах, которые оказывают или могут оказывать влияние на стоимость предлагаемых ценных бумаг ((SMA, пар. 22)

В Распоряжении № 14 (Условия регистрации ценных бумаг на бирже) Министра финансов от 21 января 2003 года указано, что сведения, необходимые для допуска ценных бумаг к официальной торговле на бирже, должны содержать детальную информацию об эмитенте и соответствующих ценных бумагах, включая следующие данные:

- 1) Вознаграждение и преимущества, выплачиваемое и предоставляемые эмитентом и его дочерними структурами членам наблюдательного совета, членам правления и прочим лицам, имеющим отношение к правлению, с указанием *полной суммы для каждого* .
- 2) Имена лиц, владеющих пятью процентами акционерного капитала эмитента, и количество акций с правом голоса, которыми они владеют, или соответствующее отрицательное заявление в отсутствие таких лиц.
- 3) Количество ценных бумаг эмитента, которыми владеют члены наблюдательного совета и правления эмитента, а также связанные с ними лица по категориям.
- 4) Описание основных условий транзакций, проведенных эмитентом за последние три финансовых года, предшествующих подаче заявки на допуск ценных бумаг к официальной торговле на бирже, если такие транзакции осуществлялись с членами наблюдательного совета и правления эмитента или с акционерами, или компаниями с существенной долей участия в капитале эмитента, в которых члены наблюдательного совета и правления эмитента или акционеры имеют существенную долю участия. В случае отсутствия таких транзакций, необходимо представить соответствующее отрицательное заявление.
- 5) Общий объем забалансовых ссуд и кредитов, выданных эмитентом членам наблюдательного совета и правления эмитента, а также обеспечения, предоставленного для этих лиц.
- 6) Отсутствует однозначное требование к предъявлению какого-либо описания особых контрактов, заключенных вне сферы обычной деятельности. Тем не менее, в данных, необходимых для допуска ценных бумаг к официальной торговле на бирже, должна быть указана подробная информация об инвестициях и инвестиционной политике эмитента, включая конкретные преимущества и транзакции, необычные по своему характеру, или условия между эмитентом и его руководителями.

Часть 3. Санкции за непредставление

информации

3.1 Административные санкции Регулятивного органа

На эмитента и дистрибьютора могут быть наложены административные санкции в случае неправильно оформленного проспекта эмиссии.

FSA может приостановить допуск любых ценных бумаг для обращения на рынке (SMA, пар. 136) или издать приказ о прекращении их обращения (SMA, пар. 137) в целях защиты интересов инвесторов, предотвращения возникновения угрозы нормальной и законной работе рынка, или для защиты иных существенных интересов или предотвращения иной угрозы. Кроме того, FSA может накладывать штрафы в случае непредставления, отказа предоставить или опоздания в предоставлении отчета, информации, объяснения или любого другого документа, или представления недостаточной информации в Наблюдательные органы (SMA, пар. 237).

FSA может отозвать лицензию на ведение дистрибьюторской деятельности с ценными бумагами (т.е. у инвестиционной фирмы, которая находится под надзором FSA) в случае нарушения положений SMA или законодательства, принятого на

основе данного закона, или если инвестиционная фирма серьезно или постоянно нарушала иные требования, предусмотренные в законодательстве, или если ее действия или бездействия противоречат добросовестной деловой практике (SMA, пар. 58). Ложные сведения или непредставление важной информации в проспекте эмиссии, относятся к вышеуказанным нарушениям.

FSA не может налагать санкции на аудитора, но может связаться с Эстонской ревизионной комиссией (самоуправляющаяся профессиональная ассоциация).

3.2 Юридические санкции

В законе о ценных бумагах Эстонии не предусмотрена уголовная ответственность в случае предоставления ложных сведений или непредставление важной информации в проспекте эмиссии для объявления открытой подписки на акции. По состоянию на май 2005 года, в уголовном законодательстве пока не дано определение махинации на рынке (которая может потенциально применяться в случае умышленной публикации ложных сведений или непредставления важной информации в проспекте эмиссии в целях влияния на рыночные котировки данных акций).

Согласно данным юридического отдела FSA, вероятность привлечения к уголовной ответственности Совета директоров и Правление эмитента, Дистрибьютора или Аудитора за ложное заявление или непредставление серьезной информации в проспекте эмиссии очень мала.

Часть 4. Право инвестора на возмещение убытков

В Главе 25 SMA заложена основа для привлечения к гражданской ответственности, когда в нарушение SMA в проспекте эмиссии содержатся ложные сведения или отсутствует важная информация. *Эмитент* или *оферент* компенсирует владельцу такой ценной бумаги убытки, понесенные в связи с ложными сведениями или непредставлением важной информации в проспекте эмиссии. Для получения возмещения убытков инвестор должен доказать, что: (i) ложные сведения или отсутствующая информация имеет важное значение; (ii) инвестор понес убытки, вызванные неадекватным проспектом эмиссии; (iii) существует причинная связь между ложными сведениями или отсутствием важной информации и понесенными инвестором убытками; и что (iv) ответчику (эмитент или оферент) было известно или должно было быть известно о ложных сведениях или об отсутствии важной информации в проспекте эмиссии.

Данный Закон о ценных бумагах не предусматривает требования к аудитору о выплате компенсации за понесенные убытки. Однако, аудиторы должны поставить свою подпись под информацией, которую они проверили, и которая была включена в проспект эмиссии. В этой связи, требование компенсации к аудитору за понесенные убытки может быть предъявлено на основе общего деликатного права. Для получения возмещения убытков инвестору необходимо предъявить доказательства того, что аудитор намеренно предоставил ложные сведения или не указал важную информацию, или проявил преступную халатность.

Приложение Б. Определение значений переменных

Проспект эмиссии	Равен единице, если закон запрещает продажу ценных бумаг, которые предполагаются к допуску к официальной торговле на крупнейшей фондовой бирже страны без выпуска проспекта эмиссии для потенциальных инвесторов; в других случаях индекс имеет нулевое значение.
Компенсация	Индекс требований к раскрытию информации в проспекте эмиссии, относящейся к компенсации руководителям и ключевым должностным лицам. Равен единице, если закон или правила допуска ценных бумаг для торговли на фондовой бирже требуют, чтобы информация о компенсации каждому руководителю и ключевому должностному лицу была раскрыта в проспекте эмиссии новой фирмы, акции которой допущены к котировке на фондовой бирже; равен одной второй, только если информация о совокупном размере компенсации руководителям и ключевым должностным лицам должна быть раскрыта в проспекте эмиссии новой фирмы, акции которой допущены к котировке на фондовой бирже; имеет нулевое значение, в случае отсутствия требования к раскрытию информации о компенсации руководителям и ключевым должностным лицам в проспекте эмиссии новой фирмы, акции которой допущены к котировке на фондовой бирже.
Акционеры	Индекс требований к раскрытию информации в проспекте эмиссии, относящейся к структуре долевой собственности <i>Эмитента</i> . Равен единице, если закон или правила допуска ценных бумаг для торговли на фондовой бирже требуют указания имени и доли участия каждого из акционеров, которые прямо или косвенно контролируют десять или более процентов голосующих ценных бумаг <i>Эмитента</i> ; равен одной второй, если в требования к отчетности для акционеров, владеющих 10% акционерного капитала <i>Эмитента</i> , не включено косвенное владение акциями, или если необходимо указать совокупную долю имеющихся у них акций; имеет нулевое значение, когда закон не требует указания имени и долевой собственности акционеров, владеющих 10% акционерного капитала <i>Эмитента</i> . Не проводится различий между требованиями к отчетности о крупных акционерах для фирм и для самих крупных акционеров.
Долевая собственность инсайдеров	Индекс требований к раскрытию информации в проспекте эмиссии, относящейся к долевой собственности акциями, которыми владеют руководители и ключевые должностные лица <i>Эмитента</i> . Равен единице, если закон или правила допуска ценных бумаг для торговли на фондовой бирже требуют, чтобы в проспекте эмиссии была раскрыта информация о долевой собственности акциями, которыми владеет каждый руководитель и ключевое должностное лицо <i>Эмитента</i> ; равен одной второй, только если совокупное количество акций <i>Эмитента</i> , которыми владеют руководители и ключевые должностные лица, должно быть раскрыто в проспекте эмиссии; имеет нулевое значение в случае отсутствия необходимости раскрытия информации в проспекте эмиссии о долевой собственности акциями, которыми владеют руководители и ключевые должностные лица <i>Эмитента</i> .
Контракты, заключенные вне сферы обычной деятельности	Индекс требований к раскрытию информации в проспекте эмиссии, относящейся к контрактам, заключенным <i>Эмитентом</i> вне сферы обычной деятельности. Равен единице, если закон или правила допуска ценных бумаг для торговли на фондовой бирже требуют, чтобы в проспекте эмиссии была раскрыта информация об условиях важных контрактов, заключенных <i>Эмитентом</i> вне сферы обычной деятельности; равен одной второй, если требуется раскрыть информацию об условиях только важных контрактов, заключенных <i>Эмитентом</i> вне сферы обычной деятельности; в других случаях индекс имеет нулевое значение.
Транзакции	Индекс требований к раскрытию информации в проспекте эмиссии, относящейся к транзакциям между <i>Эмитентом</i> и его руководителями, должностными лицами и/или крупными акционерами (т.е. «заинтересованными сторонами»). Равен единице, если закон или правила допуска ценных бумаг для торговли на бирже требуют, чтобы информация о всех транзакциях, в которых заинтересованные стороны имеют или будут иметь свою долю, была раскрыта в проспекте эмиссии; равен одной второй, если в проспекте эмиссии должна быть раскрыта информация только о некоторых транзакциях между <i>Эмитентом</i> и заинтересованными сторонами; имеет нулевое значение, если в проспекте эмиссии нет необходимости раскрывать информацию о транзакциях между <i>Эмитентом</i> и заинтересованными.
Индекс требований к раскрытию информации	Индекс требований к раскрытию информации равен средней арифметической величине следующих индексов: (1) Проспект эмиссии; (2) Компенсация; (3) Акционеры; (4) Долевая собственность инсайдеров; (5) Контракты, заключенные вне сферы обычной деятельности; (6) и Транзакции.

<p>Норма ответственности для эмитента и его руководителей</p>	<p>Индекс процессуальных конфликтов при возмещении Эмитентом и его руководителями убытков в деле о гражданской ответственности за убытки, понесенные в результате публикации в проспекте эмиссии вводящих в заблуждение сведений,. В первую очередь мы определяем код индекса отдельно для нормы ответственности применительно к эмитенту и его руководителем, а затем определяем код среднего значения применительно к обоим. Норма ответственности применительно к руководителям эмитент равна единице, если от инвесторов требуется только доказать, что в проспекте эмиссии содержатся вводящие в заблуждение сведения. Равна двум третям, если инвесторы должны также предоставить доказательства того, что они руководствовались этим проспектом эмиссии, и/или их убытки были понесены в связи с указанными вводящими в заблуждение сведениями. Равна одной трети, если инвесторы должны также доказать, что руководитель проявил халатность. Имеет нулевое значение, если требование возмещения убытков к директорам либо отсутствует, либо нормой ответственности является умысел или преступная халатность. Аналогичным образом определяется код нормы ответственности применительно к эмитентам.</p>
<p>Норма ответственности для дистрибьюторов</p>	<p>Индекс процессуальных конфликтов при возмещении убытков к <i>Дистрибьютору</i> в деле о гражданской ответственности за убытки, понесенные в результате публикации в проспекте эмиссии вводящих в заблуждение сведений. Равен единице, если от инвесторов требуются доказательства того, что проспект эмиссии содержит вводящие в заблуждение сведения. Равен двум третям, если инвесторы также должны доказать, что они руководствовались проспектом эмиссии, и/или их убытки были понесены в связи с указанными вводящими в заблуждение сведениями. Равен одной трети, если инвесторы также должны доказать, что <i>Дистрибьютор</i> проявил халатность. Имеет нулевое значение, если требование возмещения убытков к <i>Дистрибьютору</i> либо отсутствует, либо нормой ответственности является умысел или преступная халатность.</p>
<p>Норма ответственности для ответственных лиц</p>	<p>Индекс процессуальных конфликтов при возмещении убытков к <i>Ответственное лицо</i> в деле о гражданской ответственности за убытки, понесенные в результате публикации вводящей в заблуждение финансовой информации, прошедшей аудиторскую проверку и прилагаемой к проспекту эмиссии. Равен единице, если от инвесторов требуются доказательства того, что финансовая информация, прошедшая аудиторскую проверку и прилагаемая к проспекту эмиссии, содержит вводящие в заблуждение сведения. Равен двум третям, если инвесторы также должны доказать, что они руководствовались проспектом эмиссии, и/или их убытки были понесены в связи с указанными вводящими в заблуждение сведениями. Равен одной трети, если инвесторы также должны доказать, что <i>Ответственное лицо</i> проявил халатность. Имеет нулевое значение, если требование возмещения убытков к <i>Ответственное лицо</i> либо отсутствует, либо нормой ответственности является умысел или преступная халатность.</p>
<p>Индекс нормы ответственности</p>	<p>Индекс нормы ответственности равен среднему арифметическому значению следующих индексов: (1) Норма ответственности для эмитента и его руководителей; (2) Норма ответственности для дистрибьютора; и (3) Норма ответственности для ответственного лица.</p>
<p>Назначение</p>	<p>Имеет нулевое значение, если большинство членов <i>Органа надзора</i> в одностороннем порядке назначены Исполнительной властью; в других случаях индекс равен единице.</p>
<p>Срок пребывания в должности</p>	<p>Равен единице, если члены <i>Органа надзора</i> не могут быть уволены по желанию органа, назначающего на должности; в других случаях индекс имеет нулевое значение.</p>
<p>Центр внимания</p>	<p>Равен единице, если отдельные государственные органы или органы государственной власти имеют полномочия для осуществления надзора за коммерческими банками; в других случаях индекс имеет нулевое значение.</p>
<p>Индекс характеристики органа надзора</p>	<p>Равен единице, если отдельные государственные органы или органы государственной власти имеют функции надзора за деятельностью коммерческих банков и фондовых бирж; в других случаях индекс имеет нулевое значение.</p>

<p>Индекс нормотворческих полномочий</p>	<p>Индекс полномочий Органа надзора издавать нормы и правила, регулирующие первичное предложение ценных бумаг, а также правила допуска ценных бумаг для торговли на фондовых биржах. Равен единице, если Орган надзора может в большинстве случаев издавать нормы и правила , регулирующие первичное предложение ценных бумаг, и/или правила допуска ценных бумаг для торговли на фондовых биржах без предварительного утверждения в других государственных органах. Равен одной второй, если Орган надзора может в большинстве случаев издавать нормы и правила , регулирующие первичное предложение ценных бумаг, и/или правила допуска ценных бумаг для торговли на фондовых биржах только при наличии предварительного утверждения в других государственных органах. В других случаях индекс имеет нулевое значение.</p>
<p>Документ</p>	<p>Индекс полномочий Органа надзора на пользование документами в случае проведения расследования нарушений закона о ценных бумагах. Равен единице, если <i>Орган надзора</i> может в большинстве случаев издавать административные приказы, обязывающие всех лиц предоставлять документацию; равен одной второй, если <i>Орган надзора</i> может в большинстве случаев издавать административные приказы, обязывающие публично торгуемые корпорации и/или их руководителей предоставлять документы; в других случаях индекс имеет нулевое значение.</p>
<p>Свидетель</p>	<p>Индекс полномочий Органа надзора вызывать в суд лиц в качестве свидетелей в случае проведения расследования нарушений закона о ценных бумагах. Равен единице, если <i>Орган надзора</i> может в большинстве случаев вызывать в суд всех лиц для дачи свидетельских показаний; равен одной второй, если <i>Орган надзора</i> может в большинстве случаев вызывать в суд руководителей публично торгуемых корпораций для дачи свидетельских показаний; в других случаях индекс имеет нулевое значение.</p>
<p>Индекс полномочий для проведения расследований</p>	<p>Индекс полномочий для проведения расследований равен среднему арифметическому значению следующих индексов: (1) Документ; и (2) Свидетель .</p>
<p>Приказы эмитенту</p>	<p>Индекс, объединяющий приказы ПО ЛИНИЯМ «прекратить» и «реальные санкции», которые могут быть направлены Эмитенту в случае неполного проспекта эмиссии. Значение данного индекса определяется на основе среднего значения субиндексов приказов ПО ЛИНИЯМ «прекратить» и «реальные санкции». Субиндекс приказов по линии «прекратить» равен единице, если <i>Эмитент</i> получает приказ воздержаться от действий в широком диапазоне; равен одной второй, если <i>Эмитент</i> получает приказ воздержаться от действий только в ограниченном диапазоне; в других случаях индекс имеет нулевое значение. Субиндекс приказов по линии «реальные санкции» равен единице, если <i>Эмитент</i> получает приказ использовать широкий диапазон действий для исправления нарушения; равен одной второй, если <i>Эмитент</i> получает приказ действовать только в ограниченном диапазоне; в других случаях индекс имеет нулевое значение. Мы не учитываем приказов, которые могут быть отданы в соответствии с решением Суда по просьбе частной стороны в рамках гражданского судебного иска.</p>
<p>Приказы дистрибьютору</p>	<p>Индекс, объединяющий приказы ПО ЛИНИЯМ «прекратить» и «реальные санкции», которые могут быть направлены <i>Дистрибьютор</i> в случае неполного проспекта эмиссии. Значение данного индекса определяется на основе среднего значения субиндексов приказов ПО ЛИНИЯМ «прекратить» и «реальные санкции». Субиндекс приказов по линии «прекратить» равен единице, если <i>Дистрибьютор</i> получает приказ воздержаться от действий в широком диапазоне; равен одной второй, если <i>Дистрибьютор</i> получает приказ воздержаться от действий только в ограниченном диапазоне; в других случаях индекс имеет нулевое значение. Субиндекс приказов по линии «реальные санкции» равен единице, если <i>Дистрибьютор</i> получает приказ использовать широкий диапазон действий для исправления нарушения; равен одной второй, если <i>Дистрибьютор</i> получает приказ действовать только в ограниченном диапазоне; в других случаях индекс имеет нулевое значение. Мы не учитываем приказов, которые могут быть отданы в соответствии с решением</p>

	Суда по просьбе частной стороны в рамках гражданского судебного иска.
Приказы ответственного лицу	Индекс, объединяющий приказы ПО ЛИНИЯМ «прекратить» и «реальные санкции» , которые могут быть направлены <i>Ответственному лицу</i> в случае неполного проспекта эмиссии. Значение данного индекса определяется на основе среднего значения субиндексов приказов ПО ЛИНИЯМ «прекратить» и «реальные санкции» . Субиндекс приказов по линии «прекратить» равен единице, если <i>Ответственное лицо</i> получает приказ воздержаться от действий в широком диапазоне; равен одной второй, если <i>Ответственное лицо</i> получает приказ воздержаться от действий только в ограниченном диапазоне; в других случаях индекс имеет нулевое значение. Субиндекс приказов по линии «реальные санкции» равен единице, если <i>Ответственное лицо</i> получает приказ использовать широкий диапазон действий для исправления нарушения; равен одной второй, если <i>Ответственное лицо</i> получает приказ действовать только в ограниченном диапазоне; в других случаях индекс имеет нулевое значение. Мы не учитываем приказов, которые могут быть отданы в соответствии с решением Суда по просьбе частной стороны в рамках гражданского судебного иска.
Индекс приказов	Индекс приказов равен среднему арифметическому значению следующих индексов: (1) Приказы эмитенту; (2) Приказы дистрибьютору; и (3) Приказы ответственному лицу.
Уголовные санкции к руководителю / должностному лицу	Индекс уголовных санкций, применяемых к руководителям и ключевым должностным лицам <i>Эмитента</i> , если в проспекте эмиссии не указана важная информация. Мы используем отдельные субиндексы для руководителей и ключевых должностных лиц, и определяем среднее значение этих индексов. Субиндекс для руководителей имеет нулевое значение, когда они не могут привлекаться к уголовной ответственности в случае, если проспект эмиссии содержит вводящие в заблуждения сведения. Равен одной второй, если руководители могут быть привлечены к уголовной ответственности, если им <u>известно</u> о том, что проспект эмиссии содержит вводящие в заблуждения сведения. Равен единице, если руководители могут <u>также</u> привлекаться к уголовной ответственности, если они по своей халатности <u>не знали</u> о том, что проспект эмиссии содержит вводящие в заблуждения сведения. Аналогичным образом определяется значение субиндекса для ключевых должностных лиц.
Уголовные санкции к дистрибьютору	Индекс уголовных санкций, применяемых к <i>Дистрибьютору</i> (или его должностным лицам), если в проспекте эмиссии не указана важная информация. Имеет нулевое значение, если <i>Дистрибьютор</i> не может привлекаться к уголовной ответственности в случае, если проспект эмиссии содержит вводящие в заблуждения сведения. Равен одной второй, когда <i>Дистрибьютор</i> может быть привлечен к уголовной ответственности, если ему <u>известно</u> о том, что проспект эмиссии содержит вводящие в заблуждения сведения. Равен единице, если <i>Дистрибьютор</i> может <u>также</u> привлекаться к уголовной ответственности, если ему по своей халатности <u>не было известно</u> о том, что проспект эмиссии содержит вводящие в заблуждения сведения.
Уголовные санкции к ответственному лицу	Индекс уголовных санкций, применяемых к <i>Ответственному лицу</i> (или его должностным лицам), если финансовая информация, прилагаемая к проспекту эмиссии, не содержит важных сведений. Имеет нулевое значение, когда <i>Ответственное лицо</i> не может привлекаться к уголовной ответственности в случае, если финансовая информация, прилагаемая к проспекту эмиссии, содержит вводящие в заблуждения сведения. Равен одной второй, если <i>Ответственное лицо</i> может привлекаться к уголовной ответственности, если ему <u>известно</u> о том, что финансовая информация, прилагаемая к проспекту эмиссии, содержит вводящие в заблуждения сведения. Равен единице, если <i>Ответственное лицо</i> может <u>также</u> привлекаться к уголовной ответственности, если ему по своей халатности <u>не было известно</u> о том, что финансовая информация, прилагаемая к проспекту эмиссии, содержит вводящие в заблуждения сведения.
Индекс уголовных санкций	Индекс уголовных санкций равен среднему арифметическому значению следующих индексов: (1) Уголовные санкции к руководителю; (2) Уголовные санкции к дистрибьютору; и (3) Уголовные санкции к ответственному лицу.
Индекс государственного инфорсменты	Индекс государственного инфорсменты равен среднему арифметическому значению следующих индексов: (1) Индекс характеристики органа надзора; (2) Индекс нормотворческих правомочий; (3) Индекс правомочий для проведения расследований; (4) Индекс приказов; и (5) Индекс уголовных санкций.

