



**Елена Малинина**

Директор центра экономического анализа, группа «Интерфакс»



**Станислав Дмитриев**

Руководитель направления по работе с некредитными финансовыми организациями, группа «Интерфакс»



**Сергей Ярлыков**

Руководитель направления по работе с кредитными финансовыми организациями, группа «Интерфакс»

# ЭМИТЕНТ-НЕВИДИМКА

## КАК ЭМИТЕНТЫ ИСПОЛЬЗУЮТ «РЕЖИМ НЕРАСКРЫТИЯ» И ЧЕМ ЭТО ГРОЗИТ ФИНАНСОВОМУ РЫНКУ

Недостаток информации осложняет работу профессиональных участников рынка и УК, которые по-прежнему обязаны соблюдать все регуляторные нормы, но лишены инструментов для полноценного анализа контрагентов

С 2022 года российский финансовый рынок функционирует в условиях беспрецедентных послаблений со стороны регуляторов на раскрытие информации. Принятые Правительством РФ постановление № 1102<sup>1</sup>, решения и разъяснения Банка России и Минфина дали эмитентам право существенно сократить объем публикуемых данных, включая финансовую отчетность и сведения

об аффилированных лицах. Заявленная цель — снижение риски вторичных санкций.

Мы проанализировали динамику раскрытия информации ключевыми эмитентами за последние 5 лет, используя данные пяти официальных центров раскрытия МСФО-отчетности и документы об аффилированных лицах, а также базу ГИР БО от ФНС с отчетностью по РСБУ. Результаты

**Таблица 1. Источники данных**

Источники / Виды информации	МСФО	Отчеты об аффилированных лицах	РСБУ
HTTPS://WWW.E-DISCLOSURE.RU/	×	×	
HTTPS://E-DISCLOSURE.AZIPI.RU	×	×	
HTTPS://DISCLOSURE.SKRIKIN.RU/	×	×	
HTTPS://DISCLOSURE.1PRIME.RU	×	×	
WWW.DISCLOSURE.RU	×	×	
HTTPS://BO.NALOG.GOV.RU/			×

показывают, что часть отчетности была скрыта задним числом, а в части связей после точечного нераскрытия первых исследуемых лет после 2022 года наступил «эффект домино».

### Методология исследования и источники информации

Мы использовали три основных блока данных и следующие платформы раскрытия:

Выборка включала 749 основных эмитентов, чьи ценные бумаги обращаются на организованных торгах. Временной горизонт — 5 лет, что позволяет увидеть тренды как в «докризисный» период, так

и в эпоху активного применения ограничений. Ключевые аспекты, на которые мы обращали внимание во время исследования:

- наличие /отсутствие отчетности в каждом источнике и обобщенно;
- полнота раскрытия и формат раскрытия (машиночитаемость);
- сравнение раскрытия МСФО и РСБУ по одной и той же компании.

### Результаты исследования

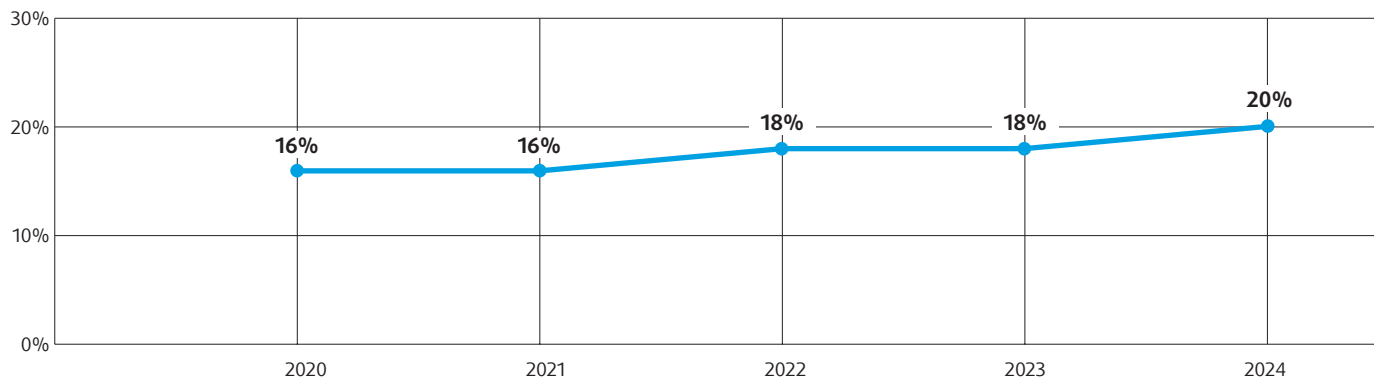
Анализ показал, что резкий обрыв тренда в 2022 году формально совпадает с введением защитных мер. Раскрытие РСБУ сохранилось на уровне 60%, а доля

раскрытых МСФО отчетов находится на уровне 16–20%. Тренд раскрытия связей организации негативен: от 57% до 2022 года и вплоть до 22% по раскрытию за 2025 год.

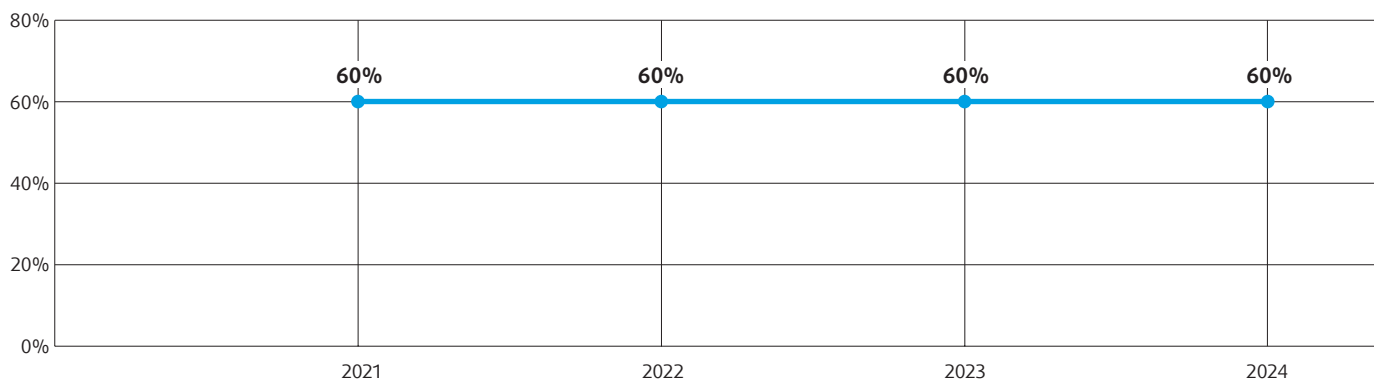
Наиболее интересным индикатором является сопоставление раскрытия МСФО и РСБУ отчетности. РСБУ — это «налоговая витрина», ее сокрытие грозит штрафами и блокировкой счетов. МСФО — это «инвестиционный паспорт»: она раскрывает реальную структуру группы, долговую нагрузку, бенефициаров. Статистика говорит о том, что только малая доля компаний раскрывает оба вида отчетности. Сохранение более высокого

Рис. 1. Доля эмитентов, раскрывших МСФО (в любом из 5 источников), РСБУ и отчеты об Аф в разбивке по годам

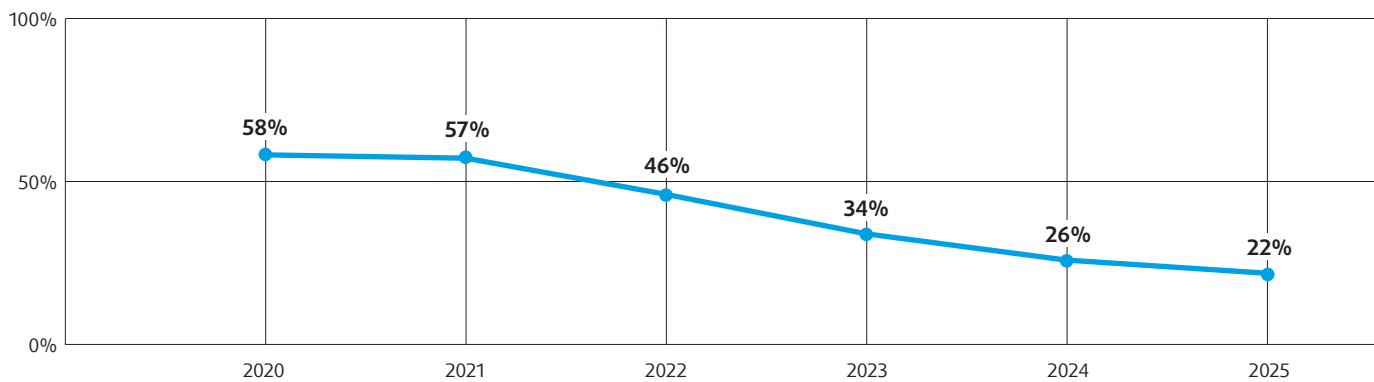
Доля раскрытия МСФО отчетности



Доля раскрытия РСБУ отчетности



Доля раскрытия отчетности об аффилированных



Источник: составлено автором

уровня раскрытия РСБУ свидетельствует, что эмитенты выборочно перестали делиться с потенциальными инвесторами и аналитиками консолидированной отчетностью и данными о структуре собственности.

Кроме того, в ходе исследования было замечено, что, пользуясь послаблениями со стороны регулятора, многие эмитенты удалили данные об аффилированных лицах, а также ряд финансовых организаций не публикует свою отчетность на портале ФНС. К сожалению, такое сокрытие осложняет анализ сделок, которые могли быть совершены в прошлом. Такое поведение позволяет скрыть факты взаимозависимости и риски вывода активов, которые необходимо анализировать как институциональным инвесторам, так и физическим лицам.

Если анализировать отчетные файлы на предмет машиночитаемости, то картина такова, что 66% из них представляют собой текстовые форматы, которые разбираются автоматизировано, а 33% — pdf-файлы. Последние содержат как текст, так и скан-копии документов (изображения), для распознавания которых нужно использовать компьютерное зрение. Оставшийся 1% составляют прочие форматы файлов. Сдача отчетности в немашиночитаемых pdf-файлах осложняет их анализ и снижает скорость получения необходимых для принятия решения характеристик.

## Регуляторные последствия: взгляд НФО и банков

Дефицит информации о контрагентах перестает быть абстрактной проблемой и начинает напрямую влиять на финансовую устойчивость профессиональных участников рынка.

НПФ, размещающая пенсионные резервы и инвестируя пенсионные накопления, обязаны, согласно п. 3.2 Указания Банка России № 4060-У, обеспечивать учет ключевых финансовых показателей

актива, включая данные из отчетности эмитента. При нераскрытии или неполном раскрытии отчетности выполнение этого требования становится затруднительным, что порождает:

- риски ошибочной оценки финансового состояния контрагентов;
  - невозможность регулярного (не реже раза в квартал) мониторинга лимитов, что в лучших практиках считается обязательным;
  - как следствие — риски потерь и убытков НПФ при приобретении, удержании или реализации активов.
- Для страховщиков аналогичная проблема проявляется в расчете финансовых рисков при инвестировании страховых резервов. Отсутствие раскрытия у контрагентов может негативно сказаться на оценке влияния рисков на собственные средства (капитал) страховщика в рамках Положения Банка России № 858-П.

Особую остроту приобретает невозможность достоверно определить аффилированность и группу связанных лиц (п. 2.1 Приложения к Указанию № 4060-У). Это ведет к искажению результатов стресс-тестирования и потенциально снижает финансовую устойчивость НПФ при выполнении обязательств перед клиентами по ОПС и НПО.

Более того, без четкого понимания аффилированности возрастает риск нарушений законодательных требований о лимитах концентрации:

- для портфелей пенсионных накоплений (п.п. 1.4.5 п. 1.4 Положения № 580-П);
  - для пенсионных резервов (п.п. 2.1.1–2.1.2 Указания № 5343-У);
  - для портфелей ПИФов — с учетом грядущих изменений (проект изменений в Указание № 4129-У, предполагающий лимит концентрации не более 10% стоимости активов на одного связанного эмитента с 01.07.2026).
- Банк России неоднократно подчеркивал, что риск концентрации является

одним из ключевых для участников финансового рынка. В условиях информационного вакуума он становится трудноуправляемым.

Ограничения на раскрытие информации о связанных лицах бьют по банковскому регулированию, причем не менее остро. Ключевая проблема — в нераскрытии информации контрагентами-эмитентами. Но если для эмитентов это право, то для банков — «черная дыра» в расчетах:

- Норматив Н6 (максимальный размер риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков) требует точного знания всех взаимосвязей внутри группы. Без списков аффилированных лиц корректно рассчитать Н6 невозможно.
- Норматив Н25 (максимальный размер риска на связанное с банком лицо / группу лиц) также опирается на данные о связанности, которые эмитенты перестали раскрывать.
- Оценка кредитного риска и формирование резервов на возможные потери по МСФО 9 (в рамках Положения № 590-П и МСФО) теряют точность: банки вынуждены экстраполировать старую информацию либо использовать методы, не учитывающие реальные связи.

Таким образом, предоставленное эмитентам право на нераскрытие влечет системные риски для всего финансового сектора, затрудняя выполнение обязательных нормативов и увеличивая вероятность регуляторных нарушений у самих банков и НФО.

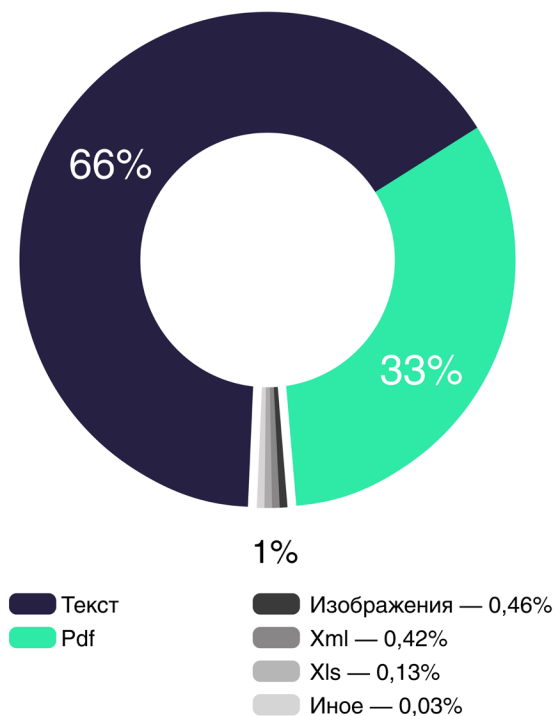
## Реакция регулятора: проект обобщенного раскрытия структуры собственности

Проблема нераскрытия информации о структурах собственности и связанных лицах достигла масштабов, требующих системного регулирования. 19 февраля 2026 года Банк России опубликовал проект указания, вводящий

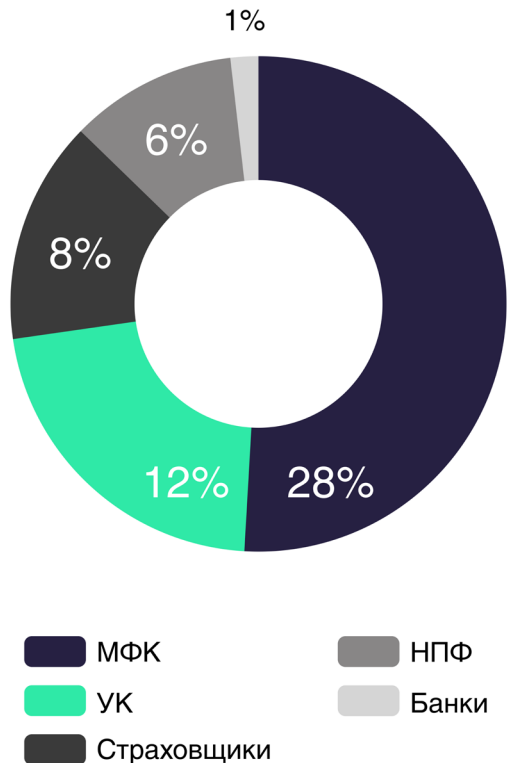
**Рис. 2. Число и доля эмитентов, раскрывших МСФО (в любом из 5 источников) и РСБУ от доли раскрывших хотя бы одну отчетность в разбивке по годам**

	2021	2022	2023	2024
и МСФО, и РСБУ	7	1	5	0
или МСФО, или РСБУ	456	453	463	453
и МСФО, и РСБУ	2%	0%	1%	0%

**Рис. 3. Доля различных форматов отчетных файлов**



**Рис. 4. Доля видов организаций, раскрывающих структуру собственности**



Источник: составлено автором

обновленный порядок раскрытия информации о структурах собственности финансовых организаций. Вступление изменений в силу планируется с 1 января 2027 года [1].

Как отмечается в пояснительной записке к проекту, инициатива вызвана «отсутствием положительной динамики в развитии ситуации с иностранными ограничительными мерами в отношении участников российского финансового рынка». При этом регулятор подчеркивает: несмотря на вынужденное «закрытие» ранее публикуемых данных, информация о структуре собственности остается востребованной широким кругом пользователей, включая участников финансового рынка.

Ключевое нововведение — переход к обобщенному формату раскрытия. Финансовые организации будут обязаны предоставлять на сайт Банка России информацию, характеризующую структуру собственности через набор обезличенных критериев: факты контроля или значительного влияния, качественные характеристики деловой репутации и финансового положения участников, но без указания имен и точных долей. ЦБ при этом сохранит за собой право получать полные данные в прежнем объеме для выполнения контрольно-надзорных функций.

Статистика, приведенная в ходе обсуждения проекта, наглядно иллюстрирует глубину «информационной завесы»: абсолютное большинство финансовых организаций даже в секторах, не находящихся под блокирующими санкциями, предпочли полностью закрыть информацию о своей структуре собственности.

Сам факт разработки такого проекта свидетельствует о том, что регулятор признает, что добровольное раскрытие не работает, а механизмы принуждения в текущих условиях ограничены. Предлагаемый компромисс направлен на восстановление хотя бы минимальной прозрачности, необходимой

для оценки рисков концентрации, аффилированности и финансовой устойчивости контрагентов.

## Заключение

Предоставленная эмитентам возможность не раскрывать финансовую отчетность и сведения об аффилированных лицах изначально задумывалась как вынужденная мера защиты. Однако анализ динамики за 5 лет и сопоставление данных из пяти источников показывают: значительная часть участников рынка использует эту возможность не для снижения санкционных рисков, а для создания информационной асимметрии в свою пользу.

Проблема усугубляется тем, что недостаток информации перекладывается на профессиональных участников — НПФ, страховщиков, управляющие компании, банки, которые по-прежнему обязаны соблюдать все регуляторные нормы, но лишены инструментов для полноценного анализа контрагентов.

В такой ситуации назревает необходимость пересмотра подходов: либо более четкое определение границ защищаемой информации, либо введение встречных обязательств для эмитентов, использующих право на нераскрытие. □

## ЦБ подготовил проект изменений в порядок раскрытия структуры собственности финорганизаций

Москва. 19 февраля. INTERFAX.RU — Банк России опубликовал проект указания, вводящий обновленный порядок раскрытия информации о структурах собственности финансовых организаций, вступление в силу изменений предусматривается с 1 января 2027 года.

Проект разработан в целях модификации подходов к раскрытию финансовыми организациями неограниченному кругу лиц информации о лицах, под контролем либо значительным влиянием которых они находятся, в связи с отсутствием положительной динамики в развитии ситуации с иностранными ограничительными мерами в отношении участников российского финансового рынка, говорится в пояснительной записке.

Концепция обобщенного раскрытия сведений о структуре собственности финансовых организаций предполагает отказ от раскрытия идентификационных данных участников структур собственности и сведений о взаимосвязях между ними, а также переход к раскрытию информации о структуре собственности через набор обезличенных критериев. □

## ПРИМЕЧАНИЕ

<sup>1</sup> Постановление Правительства РФ от 4 июля 2023 г. № 1102 «Об особенностях раскрытия и(или) предоставления информации, подлежащей раскрытию и(или) предоставлению в соответствии с требованиями Федерального закона «Об акционерных обществах» и Федерального закона «О рынке ценных бумаг»