

УДК / UDC 341

DOI: 10.34076/22196838_2025_4_6

ОТ ПРОСПЕКТА ЭМИССИИ ДО КЛЮЧЕВОГО ИНФОРМАЦИОННОГО ДОКУМЕНТА: ТРАНСПАРЕНТНОСТЬ ИНФОРМАЦИИ КАК БАЗОВЫЙ АСПЕКТ ЗАЩИТЫ ПРАВ ИНВЕСТОРОВ В ЕС

Касьянов Рустам Альбертович

Доктор юридических наук, профессор, профессор кафедры интеграционного права и прав человека МГИМО МИД России (Москва), ORCID: 0000-0003-2946-5744, e-mail: r.kasyanov@inno.mgimo.ru.

Качалян Владислав Ардашевич

Преподаватель кафедры английского языка в сфере юриспруденции Одинцовского филиала МГИМО МИД России (Одинцово), аспирант кафедры интеграционного права и прав человека МГИМО МИД России (Москва), ORCID: 0009-0002-3845-4932, e-mail: kachalyan.v.a@yandex.ru.

С момента появления в 1985 г. правовое регулирование деятельности организаций коллективного инвестирования в обращающиеся ценные бумаги (ОКИОЦБ; англ. Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) было связано с защитой прав розничных инвесторов, которая сразу стала одной из приоритетных задач европейского законодателя в данной области. Будучи неотъемлемой составляющей такой защиты, обеспечение высокого уровня транспарентности информации осуществляется в том числе посредством внедрения информационных документов, которые кратко описывают ключевые параметры приобретаемого финансового продукта, а также его эмитента. Качество реализации данного аспекта защиты прав инвесторов в ЕС дважды ставилось под вопрос, что приводило к принятию все более совершенных документов и, как следствие, распространению регулирования, действовавшего в рамках подотрасли ОКИОЦБ, на все инвестиционные продукты Союза.

Ключевые слова: единый рынок финансовых услуг, ОКИОЦБ, защита розничных инвесторов, информационные документы, КИД

Для цитирования: Касьянов Р. А., Качалян В. А. От проспекта эмиссии до ключевого информационного документа: транспарентность информации как базовый аспект защиты прав инвесторов в ЕС // Электронное приложение к «Российскому юридическому журналу». 2025. № 4. С. 6–17. DOI: https://doi.org/10.34076/22196838_2025_4_6.

FROM PROSPECTUS TO KEY INFORMATION DOCUMENT: INFORMATION TRANSPARENCY AS A BASELINE FOR INVESTOR PROTECTION IN THE EU

Kasyanov Rustam

Doctor of legal sciences, professor, Department of Integration Law and Human Rights Law, MGIMO University (Moscow), ORCID: 0000-0003-2946-5744, e-mail: r.kasyanov@inno.mgimo.ru.

Kachalyan Vladislav

Lecturer, Legal English Department, MGIMO Odintsovo (Odintsovo), post-graduate, Department of Integration Law and Human Rights Law, MGIMO University (Moscow), ORCID: 0009-0002-3845-4932, e-mail: kachalyan.v.a@yandex.ru.

Since its inception in 1985, the legal framework governing the operations of the undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) has been intricately linked with safeguarding the interests of retail investors. This objective swiftly emerged as a paramount priority for the European legislators in the domain. As

an integral part of the protection mechanism, ensuring high degree of transparency is achieved through the implementation of information documents, which succinctly outline the essential characteristics of the financial products being acquired and their issuers. The efficacy of the enforcement of this facet of investor protection within the EU has been challenged on two occasions, leading to the adoption of increasingly sophisticated information documents, and consequently, extending the scope of the regulatory regime applied to such documents to encompass all investment products within the Union.

Key words: single market for financial services, UCITS, protection of retail investors, information documents, KID

*For citation: Kasyanov R., Kachalyan V. (2025) From prospectus to key information document: information transparency as a baseline for investor protection in the EU. In *Elektronnoe prilozhenie k «Rossiiskomu yuridicheskomu zhurnaluu»*, no. 4, pp. 6–17, DOI: http://doi.org/10.34076/22196838_2025_4_6.*

Введение

В течение долгого времени экономическая теория, как и теория принятия решений, опиралась на идею о том, что человек действует рационально. Смещение парадигмы произошло благодаря разработке теории «ограниченной рациональности» Г. Саймона (лауреата Нобелевской премии по экономике 1978 г.). Так, если раньше экономисты брали за основу *модель человека*, решения которого принимаются с учетом глубинного анализа множества факторов (*homo economicus*)¹, то теперь она более реалистична, поскольку учитывает, что принимаемые им решения являются субоптимальными (удовлетворительными), а не идеальными².

Для инвестиционного рынка это имеет большое значение, поскольку напрямую связано с поддержанием баланса интересов и доверия к финансовой системе. Рассмотрим взаимоотношения инвестора и управляющего активами фонда. Их можно описать как отношения соответственно принципала и агента. Принципал передает агенту полномочия по инвестированию предоставленных средств, а агент обязуется осуществлять указанные полномочия в наилучших интересах принципала³. Такая «идиллия» осложняется лишь тем, что агент может вести себя оппортунистически, т. е. действовать с целью получения личной выгоды, а значит, возникает конфликт интересов. Данное обстоятельство известно в доктрине как проблема «принципала – агента». Частным случаем последней⁴ является «асимметрия информации», которую можно описать как ситуацию, возникающую, когда при взаимодействии с профессиональными участниками рынка инвестор получает информацию, по объему, содержанию или форме не соответствующую требуемым для принятия обоснованного решения⁵.

Поскольку указанные внеправовые реалии, лежащие в основе инвестиционных правоотношений, часто приводят к отрицательным последствиям⁶, государства стремятся ограничить их воздействие на законодательном уровне. Так, проблема асимметричности информации, как правило, разрешается на стадии, предшествующей заключению договора, путем внедрения документа, содержащего основные положе-

¹ Urbina D. A., Ruiz-Villaverde A. A Critical Review of Homo Economicus from Five Approaches // The American Journal of Economics and Sociology. 2019. Vol. 78. № 1. P. 63.

² Милкова М. А. Информация и ограниченная рациональность выбора в цифровой экономике // Цифровая экономика. 2021. № 1. С. 70.

³ Vizzotto V. D. Green Shares: Concept, Design and Principal Agent Problem in the Environmental Mutual Fund Industry // Revista SINTESE Direito Empresarial. 2012. Vol. IV. № 27.

⁴ Turtiainen M., Saastamoinen J., Suhonen N., Kainulainen T. Key Investor Information Disclosure Regulation and Retail Mutual Fund Flows in the Finnish Market // International Journal of Bank Marketing. 2022. Vol. 40. № 4. P. 867.

⁵ Capuano A., Ramsay I. What Causes Suboptimal Financial Behaviour? An Exploration of Financial Literacy, Social Influences and Behavioural Economics // The University of Melbourne Legal Studies Research Paper. 2011. № 540. P. 108.

⁶ Colaert V. Building Blocks of Investor Protection: All-Embracing Regulation Tightens its Grip // Journal of European Consumer and Market Law. 2017. Vol. 6. № 6. P. 229–230.

ния о приобретаемой ценной бумаге. Главная задача упомянутого документа заключается в том, чтобы описать базовые параметры такого финансового инструмента и его эмитента, а также риски, связанные с его покупкой, и пр. Замысел законодателя в данном случае состоит в том, чтобы предоставить инвестору возможность выбрать между различными инструментами, что достигается посредством стандартизации формы и содержания такого документа и является особенно актуальным, когда речь идет о фондах, ключевым видом деятельности которых выступает инвестирование денежных средств частных инвесторов, не обладающих профессиональными знаниями в данной области, а значит, наиболее уязвимых участников инвестиционного рынка.

В рамках европейского единого рынка финансовых услуг (ЕРФУ) фондовый сектор получил заметное развитие в 1985 г. с принятием Директивы об организациях коллективного инвестирования в обращающиеся ценные бумаги¹ (ОКИОЦБ; англ. UCITS). Сейчас применяется уже шестое поколение соответствующей директивы², которая за 40 лет доказала свою эффективность (из всех фондов коллективного инвестирования, действующих в Европейском союзе (ЕС), ОКИОЦБ занимают 64 % рынка³). Обращение к правовому регулированию фондов данного типа связано не только с их распространенностью, но и с базовой особенностью ОКИОЦБ, которая заключается в том, что последние ориентированы на привлечение средств розничных инвесторов, а значит, ограничение воздействия «асимметрии информации», а также защита прав инвесторов являются приоритетными задачами законодателя в данной области и требуют детального рассмотрения.

Информационные документы ОКИОЦБ (1985–2024)

1. Проспект эмиссии. Первым информационным документом, инкорпорированным в инвестиционное законодательство Европейских сообществ, стал проспект эмиссии. В соответствии со ст. 28 Директивы 1985 г. проспект – это документ, который «должен включать сведения, необходимые инвесторам для принятия информированного решения» об инвестировании капитала. В данном определении, которое можно вывести из содержания соответствующей статьи, важны следующие два аспекта. Во-первых, акцент сделан на фигуре самого инвестора. Интересно, что в «ОКИОЦБ I»⁴ слово «инвестор» употребляется дважды, в остальных случаях используется понятие «пайщик» (англ. *unit-holder*); позже тренд изменится и европейский законодатель будет значительно чаще прибегать к первому термину, который и используется в настоящей работе. Во-вторых, Директива признает, что процесс принятия решений инвесторами должен осуществляться при условии наличия информации, значимой для осуществления сделки. Помимо интересующего нас проспекта, к такой информации относятся полугодовой и годовой финансовые отчеты. Раскрытию указанных сведений и посвящен Раздел VI Директивы («Обязательства в отношении информации, которая должна быть предоставлена пайщикам»), состоящий из девяти статей и являющийся одним из наиболее объемных.

Что же касается содержательной части самого проспекта, она была представлена в приложении к Директиве (Таблица «А»). Приведенная таблица поделена на три столбца (в зависимости от организационно-правовой формы рассматриваемых организаций⁵) и включает подлежащую раскрытию информацию в отношении 1) *паевых фондов* (англ. *unit trust*), 2) управляющих компаний (УК), когда те осуществляют управление активами *взаимных фондов* (англ. *common fund*) и 3) *инвестиционных*

¹ Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) // OJ L 375. 31.12.1985. P. 3–18.

² Directive (EU) 2021/2261 of the European Parliament and of the Council of 15 December 2021 amending Directive 2009/65/EC as regards the use of key information documents by management companies of undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) // OJ L 455. 20.12.2021. P. 15–17.

³ Fact Book 2024. Trends in European Investment Funds. 22nd Edition // EFAMA: website. URL: https://www.efama.org/sites/default/files/fact-book-2024_lowres.pdf. P. 18 (дата обращения: 02.02.2025).

⁴ Совокупность актов институтов ЕС, регулировавших деятельность фондов ОКИОЦБ, в зависимости от поколения принято обозначать как «ОКИОЦБ I» – «ОКИОЦБ VI». См.: Pollock B. G. A. Alternative Investment Funds as Potential Catalysts in the Realization of Systemic Risk in Financial Markets: PhD Thesis Summary. Zurich, 2021. P. 71–75.

⁵ Kasyanov R. A., Kachalyan V. A. Evolution of the Legal Framework for UCITS Funds in the European Union (1985–2023) // Kutafin Law Review. 2024. Vol. 11. № 2. P. 347.

компаний (англ. *investment company*; последние не следует путать с инвестиционными фирмами (англ. *investment firms*), подпадающими под регулирование MiFID II¹ и MiFIR²).

Все проспекты, публикуемые представленными образованиями, должны отражать наименование, дату учреждения фонда или УК, а также срок их существования, если такой установлен. Кроме того, должны раскрываться сведения об избранном депозитарии, о внешних инвестиционных советниках или консалтинговых фирмах, оплата деятельности которых происходит из активов фонда, а также сведения о порядке приобретения или выкупа паев ОКИОЦБ. При этом, если реализация паев таких организаций осуществляется в государстве, отличном от страны происхождения ОКИОЦБ, в проспект должна быть внесена соответствующая информация.

Необходимо отметить, что схематично представленные в законодательном акте проспекты эмиссии, подлежащие публикации паевыми фондами и инвестиционными компаниями, будучи похожими по содержанию, образуют самостоятельную группу. В частности, предполагается, что проспекты таких образований включают: указания в отношении того, где инвестор может найти правила деятельности фонда или учредительные документы инвестиционной компании; базовые правила налогообложения, применяемые к таким образованиям; сведения о видах и характерных чертах паев, а именно: (не)предоставление права голоса, обстоятельства, при которых производится ликвидация паевого фонда или инвестиционной компании, процедура ликвидации и пр.

К обязательным положениям проспектов, требования по публикации которых возложены на УК, рассматриваемый нормативный акт относит: необходимость указать паевые фонды, администрирование которыми осуществляется УК; должности и имена членов административных, надзорных органов УК и органов ее управления; основные виды деятельности, которые указанные лица осуществляют вне УК; а также сумму подписного капитала с обозначением оплаченного капитала.

Закрытый характер списка не предполагает, что государства-члены Сообществ не могли при инкорпорации данного акта в национальное законодательство внести в него изменения, определить более строгие требования или увеличить число последних. Скорее наоборот, проспекты становились все труднее и объемнее, что неудивительно, поскольку положения Директивы 1985 г. преимущественно устанавливали содержание такого документа, в то время как вопросы, связанные с оформлением или, например, ограничением количества страниц проспекта, урегулированы не были³. Куда более существенный недостаток «ОКИОЦБ I» заключался в том, что ввиду кажущейся сложности информационного документа непрофессиональные инвесторы отказывались от изучения проспекта эмиссии⁴, при этом предоставление какого-либо иного документа, в краткой форме излагающего сведения, требуемые инвестору для принятия решений о приобретении актива, не предусматривалось.

2. Упрощенный проспект. Исправить сложившееся положение планировалось посредством внедрения упрощенного проспекта, который в соответствии с п. 15 преамбулы Директивы 2001/107/ЕС⁵, известной как «ОКИОЦБ III»⁶, представлял собой

¹ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU // OJ L 173. 12.06.2014. P. 349–496.

² Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 // OJ L 173. 12.06.2014. P. 84–148.

³ Jager C. Key Information Documents about Financial Products: Something New Under the Sun? The Evolution of Mandatory Information Documents and Policy in the EU // Journal of European Consumer and Market Law. 2019. Vol. 8. № 6. P. 240.

⁴ Buttigieg C. P. The Development of the EU Regulatory and Supervisory Framework Applicable to UCITS: A Critical Examination of the Conditions and Limitations of Mutual Recognition: DPhil in Law Thesis. Falmer, 2014. P. 108.

⁵ Directive 2001/107/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with a view to regulating management companies and simplified prospectuses // OJ L 41. 13.02.2002. P. 20–34.

⁶ Обращаем внимание, что директива об ОКИОЦБ второго поколения принята не была, однако предложение о принятии соответствующей директивы получило наименование «ОКИОЦБ II». Термин «ОКИОЦБ III» применяется в отношении двух директив 2001 г.: 2001/107/ЕС и 2001/108/ЕС (Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with regard to investments of UCITS // OJ L 41. 13.02.2002. P. 35–42).

документ, в ясной, сжатой и доступной для понимания форме излагающий информацию об ОКИОЦБ. Как и в предыдущую Директиву, в «ОКИОЦБ III» было включено сравнительно мало статей в отношении анализируемого информационного документа, однако его содержание по установившейся традиции подробно определялось в приложении к Директиве (Таблица «С»).

Так, упрощенный проспект отражал: 1) краткие сведения об ОКИОЦБ (где и когда зарегистрирован фонд или УК, а также указания на УК, депозитария, аудиторов и финансовые учреждения, осуществляющие продажу паев ОКИОЦБ), 2) информацию, непосредственно затрагивающую вопросы инвестирования (краткое описание инвестиционных целей ОКИОЦБ, инвестиционную политику, краткую оценку профиля риска, динамику цены пая), 3) сведения экономического (налоговый режим, различные расходы, в том числе связанные с приобретением и продажей паев) и 4) коммерческого характера (способы приобретения и продажи паев, порядок распределения дивидендов и пр.), а также 5) дополнительную информацию (дата публикации такого проспекта, компетентный орган государственной власти, где или у какого лица в случае необходимости могут быть получены разъяснения).

Здесь необходимо отметить следующие связанные с внедрением упрощенного проспекта факторы. Во-первых, упрощенный проспект требовалось предоставить инвестору до момента заключения договора, в то время как обязанность ознакомить его с полной формой (указание о наличии последнего, а также полугодового и годового финансовых отчетов должно содержаться в упрощенном проспекте) была изъята¹, а точнее, должна была реализовываться только в случае поступления соответствующего запроса инвестора. Во-вторых, лицо, которому адресован указанный проспект, обозначалось как «среднестатистический инвестор», что важно, поскольку косвенно указывает, что проспект эмиссии, введенный в 1985 г., не удовлетворял запросам неквалифицированных инвесторов.

Не до конца понятно, какие именно механизмы упрощения содержания проспекта следовало применять. Прежде всего это связано с тем, что в Европе к тому времени не были проведены специальные исследования, достоверно показывающие, какие методы систематизации, сокращения и упрощения информации наиболее эффективны. Такие исследования имели место в США, в одном из них прямо указывалось, что инвесторам для того, чтобы осмыслить положения проспекта до 1998 г. (когда Комиссией по ценным бумагам и биржам США (англ. *Securities and Exchange Commission*) было введено так называемое Правило 421², предусматривающее упрощение его содержательной части³), требовалось как минимум четырехлетнее высшее образование. При этом введение указанного Правила позволило значительно снизить уровень подготовленности инвесторов, поскольку теперь любой имеющий неоконченное американское школьное образование, получил возможность проанализировать соответствующий информационный документ⁴.

Все это предоставляло государствам-членам ЕС определенную степень свободы в процессе интерпретации установленных Директивой норм при инкорпорации соответствующего законодательства, а также при разработке требований, касающихся составления упрощенного проспекта. Более того, некоторые страны стали использовать описанные Директивой правила для защиты собственных рынков, что абсолютно недопустимо в контексте стремительно развивающегося ЕРФУ. Учитывая сложившееся положение, Комиссия в 2004 г. разработала рекомендации⁵ относительно содержа-

¹ Proposal for a European Parliament and Council Directive amending Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with a view to regulating management companies and simplified prospectuses // COM/98/0451. 9 p.

² 17 C.F.R. Para. 230.42. URL: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/section-230.421>.

³ Это достигалось посредством применения базовых принципов «Движения за упрощение языка» (англ. *Plain Language Movement*). Например, путем преобразования пассивных грамматических конструкций в активные, отказа от узкоспециализированной терминологии, архаизмов и пр. См.: *Adler M. The Plain Language Movement // The Oxford Handbook of Language and Law / ed. by L. M. Solan, P. M. Tiersma. Oxford: Oxford Academic, 2012. P. 67–83.*

⁴ *Johnson D. T. Has the Security and Exchange Commission's Rule 421 Made Mutual Fund Prospectuses More Accessible? // Journal of Financial Regulation and Compliance. 2004. Vol. 12. № 1. P. 51–61.*

⁵ 2004/384/EC: Commission Recommendation of 27 April 2004 on some contents of the simplified prospectus as provided for in Schedule C of Annex I to Council Directive 85/611/EEC // OJ L 144. 30.04.2004. P. 42–55.

ния и представления некоторых составляющих упрощенного проспекта. Необходимо отметить, что в данном акте Комиссия впервые использует термин «среднестатистический розничный инвестор» (англ. *average retail investor*). Несмотря на обстоятельность формулировок рекомендации, т. е. акта мягкого права, не обладающего обязательной юридической силой, государства-члены ЕС редко соблюдали ее положения надлежащим образом и, как стало ясно позднее, задачи, которые ставились при внедрении упрощенного проспекта, реализованы не были.

3. Ключевой информационный документ инвестора. Через год после вступления в силу «ОКИОЦБ III» Комиссия опубликовала Зеленую книгу 2005 г. «Об усовершенствовании правового регулирования ЕС в отношении инвестиционных фондов»¹, в которой дана оценка измененной в 2001 г. Директивы, в частности проанализированы результаты введения упрощенного проспекта. К сожалению, Комиссия была вынуждена признать наличие гетерогенных практик государств-членов ЕС в том, что касается применения упрощенного проспекта, что являлось одним из основных недостатков Директивы 3-го поколения. Как отмечал Европейский парламент, «упрощенный проспект...оказался неэффективным инструментом принятия инвестиционных решений инвесторами, поскольку данный документ часто был слишком длинным, непонятным для инвесторов и применялся государствами-членами разнородно»². Сочетание изложенных проблем требовало изменения подхода к решению вопроса прозрачности информации, однако действия законодателя оказались более кардинальными.

Так, в целях недопущения возникновения отрицательных последствий «асимметрии информации»³, а значит, и для укрепления доверия инвесторов к подотрасли ОКИОЦБ было принято решение отказаться от упрощенного проспекта и внедрить так называемый ключевой информационный документ инвестора (КИДИ; англ. *key investor information document, KIID*) посредством принятия в 2009 г. Директивы об ОКИОЦБ 4-го поколения⁴. Согласно «ОКИОЦБ IV» КИДИ можно охарактеризовать как чрезвычайно стандартизированный⁵ двухстраничный документ, предоставляющий инвестору ОКИОЦБ всю необходимую информацию о предложенном виде ценных бумаг и их оференте, которая должна быть изложена как можно более понятным языком. При этом КИДИ долгое время оставался единственным документом, в отношении которого применялось правило о переводе на официальный язык⁶ того государства-члена, в котором ОКИОЦБ планировала осуществлять продажу своих паев⁷ (п. 1 ст. 94 Директивы 2009/65/ЕС).

Сущностно приведенное определение лишь в незначительной степени отличается от дефиниции, использовавшейся для описания упрощенного проспекта, однако в этот период был обозначен ряд новелл. В частности, Директива устанавливает, что государства-члены ЕС должны определить отличия между документами, требуемыми для раскрытия информации, и «маркетинговыми коммуникациями». К первым, помимо проспекта и финансовых отчетов, стали относить еще и сам КИДИ, в то время как под маркетинговыми коммуникациями понимается «создание и поддержание постоянных связей предприятия (компании) с рынком с целью стимулирования продаж и формирования имиджа»⁸. Фактически, в соответствии с руководящими

¹ Green Paper on the Enhancement of the EU Framework for Investment Funds // COM/2005/0314.

² European Parliament. Working Document on Asset Management II. Committee on Economic and Monetary Affairs. Rapporteur: Wolf Klinz // PE 388.518v01-00. P. 3.

³ Turtiainen M., Saastamoinen J., Suhonen N., Kainulainen T. Op. cit. P. 866.

⁴ Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) // OJ L 302. 17.11.2009. P. 32–96.

⁵ Jager C. Op. cit. P. 241.

⁶ A Practical Guide to UCITS Funds and Their Risk Management: Book / C. Muller, A. Ruttiens. Liège: EdiPro, 2013. P. 33.

⁷ Одна из ключевых особенностей рассматриваемых организаций состоит в том, что последние сразу после получения статуса «ОКИОЦБ» приобретают возможность реализовывать свои паи в других государствах-членах ЕС. Разрешение на осуществление такой деятельности принято называть «европейским паспортом» ОКИОЦБ. См.: Bodellini M. Does It Still Make Sense, From the EU Perspective, to Distinguish Between UCITS and Non-UCITS Schemes? // Capital Markets Law Journal. 2016. Vol. 11. № 4. P. 529.

⁸ Маркетинговые коммуникации: учеб. пособие для студентов учреждений высш. проф. образования / О. С. Габинская, Н. В. Дмитриева. М.: Изд. центр «Академия», 2010. С. 6.

принципами¹, опубликованными Европейским органом по ценным бумагам и рынкам (ЕОЦБР) в 2021 г., к таким «коммуникациям», вне зависимости от того, в какой форме или на каком носителе они составлены, относятся: информационные бюллетени (англ. *factsheets*), рекламные сообщения, пресс-релизы, интервью, некоторые сообщения, опубликованные в социальных сетях, и пр. Кроме того, ЕОЦБР обозначил сведения, не подпадающие под понятие «маркетинговых коммуникаций»: документы или сведения юридического характера, объявления о выплате дивидендов, о смене руководящего состава, о проведении общих собраний пайщиков/акционеров и пр.

В 2010 г. Комиссия принимает (имплементирующий) Регламент 583/2010² о КИДИ. Выбор Комиссии в пользу такой формы НПА, как регламент, по меньшей мере рационален, что прямо подтверждается положениями его преамбулы, которые объясняют, что «только такая форма способна обеспечить *гармонизацию* исчерпывающего содержания»³ КИДИ. Так, Комиссия определила основные аспекты, которые должны раскрываться в данном документе, включая: 1) описание инвестиционной стратегии ОКИОЦБ и цели деятельности организации, 2) соотношение рисков и доходности при инвестировании денежных средств, 3) расходы, которые может понести пайщик, а также 4) представление предыдущего опыта работы организации. Дополнительные разъяснения в документе могут даваться в отношении фондов фондов (англ. *funds of funds*), зонтичных фондов (англ. *umbrella funds*) и мастер-фидеров фондов (англ. *master-feeder funds*)⁴.

Представленная последовательность изложения информации также была урегулирована. Это позволило упростить восприятие соответствующих сведений инвесторами и создать условия, препятствующие намеренному усложнению представления такой информации самими ОКИОЦБ. Отмечаем, что указанный порядок изложения информации в КИДИ был установлен в 2009 г. на основе предпочтений инвесторов, выявленных в ходе исследования по данному вопросу, проведенного по поручению Комиссии⁵. В Регламенте 583/2010 также указывалось, что выдача вместе с КИДИ аналогичных документов, описывающих такие же вопросы, запрещается, а содержание КИДИ должно соответствовать другим документам, в том числе проспекту и договору о приобретении пая⁶, что еще раз подчеркивало решимость Комиссии урегулировать проблему недостаточного уровня транспарентности информации.

Тем не менее можно выделить некоторые области, в которых степень гармонизации положений Директивы 2009/65/ЕС в отношении информирования инвесторов была недостаточной. В 2012 г. одним из участников рынка были высказаны следующие замечания: «...в Директиве „ОКИОЦБ IV“ по-прежнему отсутствуют некоторые дефиниции, что приводит к тому, что ее положения по-разному интерпретируются национальными органами государств-членов. Например, понятие „фондов фондов“ не имеет точного определения на европейском уровне и нуждается в уточнении. ...Это может привести к непоследовательному раскрытию в разных государствах-членах информации об инвестиционной политике фонда»⁷, а также недостаточной продуктивности правового регулирования рассматриваемых организаций в контексте защиты прав инвесторов.

¹ ESMA. Guidelines on Marketing Communications under the Regulation on Cross-Border Distribution of Funds, 02 August 2021 // ESMA34-45-1272.

² Commission Regulation (EU) No 583/2010 of 1 July 2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards key investor information and conditions to be met when providing key investor information or the prospectus in a durable medium other than paper or by means of a website // OJ L 176. 10.07.2010. P. 1–15.

³ Ibid. P. 1.

⁴ *Stefanini F.* From UCITS Directive to UCITS III Provisions // *Newcits: Investing in UCITS Compliant Hedge Funds*. N. Y.: John Wiley & Sons, 2015. P. 22.

⁵ IFF Research and YouGov. UCITS Disclosure Testing Research Report, June 2009. URL: https://web.archive.org/web/20180504092659/http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/research_report_en.pdf (дата обращения: 02.02.2025).

⁶ Обращаем внимание, что в соответствии со ст. 1 Директивы 2009/65/ЕС акции подпадают под категорию паев ОКИОЦБ.

⁷ AFG. Response to the European Commission's consultation on Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments, 22 October 2012. P. 54. URL: https://www.afg.asso.fr/app/uploads/2012/10/2012_10_22_AFG-response-to-consultation-on-UCITS-VI-1.pdf (дата обращения: 02.02.2025).

4. Ключевой информационный документ. Через два года после принятия Директивы 4-го поколения (в 2011 г.) Комиссия опубликовала документ, в котором обозначалось, что за все время существования ЕРФУ потребители финансовых услуг понесли серьезный ущерб ввиду неудовлетворительной степени информированности о приобретаемом продукте¹, что стало особенно очевидным в результате экономического кризиса 2008–2009 гг., когда проблема недостаточного уровня транспарентности информации приводила к возникновению непредвиденных убытков. Разрешение такой проблемы рассматривалось не только как надежный способ защиты прав потребителей финансовых услуг, но и в качестве обязательного условия для восстановления доверия розничных инвесторов к ЕРФУ. Поступательное движение в эту сторону началось с принятием Директивы 2009/65/ЕС и внедрением КИДИ, однако реформирование законодательной базы в данной области продолжается.

Уже в 2014 г. Европейский парламент и Совет принимают Регламент 1286/2014 о ключевых информационных документах, применяемых в отношении структурированных розничных и страховых инвестиционных продуктов², или так называемый «PRIIPs». Внимательный читатель наверняка заметит, что приведенный Регламент был введен всего через пять лет после вступления в силу Директивы 4-го поколения. При этом первое предложение³ о принятии соответствующего законодательного акта было внесено Комиссией уже в 2012 г. Возникает логичный вопрос: указывают ли описанные обстоятельства на то, что КИДИ вновь не оправдал возложенных на него ожиданий?

Несмотря на некоторые замечания, сделанные участниками подотрасли, КИДИ стал первым документом информационного характера, успешно используемым на панъевропейском уровне. Регламент 1286/2014 призван распространить позитивную практику применения КИДИ, сложившуюся в рамках подотрасли ОКИОЦБ, на инвестиционный и страховой секторы ЕРФУ посредством унификации сведений, которые получает инвестор, приобретая финансовые продукты. Следовательно, принципы, выработанные в отношении КИДИ, были использованы в КИД, или ключевом информационном документе (англ. *key information document, KID*), внедрение которого предусматривалось описываемым Регламентом. Интересно, что для ОКИОЦБ был установлен переходный период, когда последние могли продолжать использовать КИДИ в отношении своих инвестиционных продуктов. В итоге все участники ЕРФУ должны были внедрить КИД к 2018 г., когда PRIIPs вступил в силу, тогда как ОКИОЦБ – к 1 января 2023 г.

Сам КИД представляет собой трехстраничный документ, содержащий «точную, правдивую, ясную и не вводящую в заблуждение информацию»⁴ относительно приобретаемого финансового инструмента, который, как и КИДИ, должен быть предоставлен инвесторам на стадии, предшествующей заключению договора⁵, а также составлен на одном из официальных языков того государства-члена ЕС, где планируется реализация инвестиционного продукта. При этом обязанность предоставить КИД возлагается как на эмитентов самого финансового продукта, так и на лиц, обеспечивающих рекламные услуги или оказывающих услуги по продвижению таких продуктов⁶.

С точки зрения содержания всю представленную в КИД информацию можно поделить на две категории: 1) формальные сведения в отношении финансового продукта, его эмитента и самого КИД, а также 2) пять тематических разделов, названия и краткое описание которых представлены в самом Регламенте 2014 г., а более подробное описание – в делегированном Регламенте Комиссии 2017 г.⁷ Так, к *первой категории*

¹ Commission Staff Working Paper. Consumer Empowerment in the EU // SEC (2011) 469. 07.04.2011. P. 14–15.

² Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs) // OJ L 352. 09.12.2014. P. 1–23.

³ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Key Information Documents for Investment Products // COM/2012/0352.

⁴ Bartolini A, Cippitani R., Colcelli V. Dictionary of Statutes within EU Law: The Individual Statutes as Pillar of European Union Integration. Cham: Springer, 2019. P. 210–211.

⁵ Marcacci A. Regulating Investor Protection under EU Law: The Unbridgeable Gaps with the US and the Way Forward. Camden: Palgrave Macmillan, 2018. P. 41.

⁶ Евдокимов М. А. Место ключевых информационных документов в правовом регулировании финансовых рынков России и ЕС // Вестник экономической безопасности. 2023. № 2. С. 54–55.

⁷ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/653 of 8 March 2017 supplementing Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council on key information documents for packaged retail

можно отнести: заглавие «ключевой информационный документ»; пояснение, простыми словами раскрывающее инвестору, с какой целью ему предоставлен информационный документ и что он описывает; наименование приобретаемого инвестиционного продукта, информацию о его эмитенте; дату составления документа; предупреждение о том, что сущность финансового продукта, который предлагается инвестору, может быть трудно понять и пр. *Вторая категория* включает следующие разделы: «что из себя представляет данный продукт», который содержит базовую информацию об инвестиционном инструменте; «каковы риски и что я могу получить взамен», кратко описывающий соотношение риска и доходности; «что произойдет, если эмитент PRIIP не сможет произвести выплату», который уточняет, каким образом будут компенсированы убытки инвестора в случае банкротства эмитента финансового инструмента; «какие издержки», связанный с приобретением финансового продукта; «как долго следует осуществлять владение последним и могу ли я вывести денежные средства досрочно».

Что касается оформления, законодатель обозначил, что выделение цветом каких-либо частей КИД не должно производиться в ущерб доступности для восприятия розничным инвестором представленных сведений, как и использование различных шрифтов, логотипов и пр. Более того, в упомянутом ранее Регламенте Комиссии 2017 г. был представлен шаблон самого информационного документа (приложение I)¹, в котором наглядно демонстрируется установленный порядок изложения информации. Все это говорит о том, что в сравнении со своими предшественниками, КИД, который направлен на неквалифицированных инвесторов, что прямо указано в ст. 1 Регламента 1286/2014, урегулирован куда более подробно. При этом избытке формальных требований в отношении не только содержания, но и оформления документа явно свидетельствует о зрелости правовой базы в данной области.

Как уже обозначалось, сфера действия указанного НПА Союза распространяется на подотрасль ОКИОЦБ², но не ограничивается ею. Исходя из названия Регламента, PRIIPs охватывают:

1) *структурированные розничные инвестиционные продукты*, под которыми понимаются такие инвестиционные инструменты, по которым сумма, подлежащая оплате розничным инвесторам, меняется в зависимости от колебаний, которые происходят ввиду изменения референсных значений или производительности одного или большего количества активов, которые напрямую не были приобретены розничными инвесторами;

2) *страховые инвестиционные продукты*, т. е. страховые продукты, согласно условиям которых сумма страхования, выплачиваемая при наступлении срока платежа, или выкупная сумма, уплачиваемая при досрочном отказе от продукта (непосредственно или косвенно, а также полностью или частично), зависят от рыночных колебаний³.

В сущности, приведенное определение является настолько широким, что описывает практически все реализуемые на европейском финансовом рынке инвестиционные продукты за некоторыми исключениями. Например, различные виды страхования, не связанные со страхованием жизни (см. Приложение I к Solvency II⁴), как и депозиты, кроме структурированных (см. подп. 43 п. 1 ст. 4 MiFID II), не подпадают под действие PRIIPs.

Таким образом, в настоящее время система раскрытия информации инвесторам ОКИОЦБ до заключения договора о приобретении паев указанных организаций выглядит следующим образом: розничным инвесторам предоставляется КИД, содержащий, помимо прочего, сведения о наличии полной формы проспекта, годового и полугодового финансовых отчетов, которые, как и сам КИД, обычно размещаются на

and insurance-based investment products (PRIIPs) by laying down regulatory technical standards with regard to the presentation, content, review and revision of key information documents and the conditions for fulfilling the requirement to provide such documents // OJ L 100. 12.04.2017. P. 1–52.

¹ Ibid. P. 13

² Marano P. Distribution of Insurance-Based Investment Products: The EU Regulation and the Liabilities. Cham: Springer, 2019. P. 22.

³ Poulle J. B., Kannan A., Spitz N., et al. EU Banking and Financial Regulation. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2024. P. 516.

⁴ Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II) // OJ L 335. 17.12.2009. P. 1–155.

веб-сайтах фондов. Последнее является общим правилом, однако существуют два исключения. Первое связано с тем, что КИД не удалось стать полноценной заменой КИДИ. Дело в том, что PRIIPs применяется преимущественно к розничным инвесторам, в то время как профессиональные инвесторы тоже могут быть заинтересованы в приобретении паев ОКИОЦБ. Ни Директива 2009/65/ЕС, ни PRIIPs не запрещают использование предусмотренных ими информационных документов в отношении квалифицированных инвесторов, поэтому последним может быть предоставлен либо КИДИ, либо КИД. Второе же исключение появилось в результате выхода Великобритании из ЕС. Соединенное Королевство определило срок до 2026 г., когда законодательство в отношении информационных документов аналогичных фондов не будет пересмотрено. Соответственно, до этого момента ОКИОЦБ Союза, реализующие свои паи на территории Королевства, обязаны предоставлять розничным инвесторам КИДИ, а фонды, учрежденные на территории Великобритании, должны предоставлять КИДИ для резидентов и КИД, если последние реализуют свои паи в ЕС.

Заключение

За последние десятилетия Европейский союз прошел сложный путь, связанный с реформированием правовой базы, применяемой к информационным документам. Первым таким документом, используемым в рамках подотрасли ОКИОЦБ, стал *проспект эмиссии*, введенный Директивой 1985 г. Данный документ был инкорпорирован в европейское право с целью разрешения проблемы «асимметрии информации» между принципалом (инвестором) и агентом (управляющим фондом), однако полноценное достижение такой цели возможным не представлялось. Директива 1985 г. затрагивала преимущественно вопросы, связанные с содержанием проспекта, при этом его оформлению должного внимания уделено не было. Данное обстоятельство часто приводило к тому, что частные инвесторы отказывались анализировать проспект, поскольку его положения были сложными, недоступными для их понимания, а значит, он не мог стать эффективным средством информирования инвесторов о приобретаемом финансовом продукте.

Упрощенный проспект стал ответом на сложившуюся в рамках подотрасли потребность инвесторов в обеспечении надлежащего уровня транспарентности информации на этапе, предшествующем заключению договора. Основная идея законодателя заключалась в том, чтобы предоставить розничным инвесторам документ, понятным языком излагающий ключевые аспекты, связанные с приобретением того или иного инвестиционного инструмента. Хотя последнее кажется вполне тривиальным, в 2005 г. Комиссия была вынуждена констатировать, что внедрение упрощенного проспекта не принесло ожидаемых результатов. По-видимому, основная проблема заключалась в том, что директивное регулирование подразумевает определенную степень свободы государств-членов ЕС. Отдельные европейские страны пользовались такой свободой, вводя протекционистские меры, а выражались последние в установлении дополнительных требований к составлению упрощенного проспекта. Последнему способствовало и то, что в «ОКИОЦБ III» не были четко определены способы упрощения информации.

КИДИ, введенный Директивой 2009 г., изначально создавался с учетом обозначенных ранее замечаний. Во-первых, было проведено исследование, отражающее предпочтения инвесторов относительно представления информации. Во-вторых, директивное регулирование на первом уровне было дополнено принятием имплементирующего Регламента 583/2010, в котором впервые была определена последовательность изложения информации. Использование такого средства правового сближения, как унификация, способствовало установлению единообразных подходов к применению КИДИ на национальном уровне. Можно с уверенностью утверждать, что КИДИ стал первым документом, который спустя 25 лет с момента появления правового регулирования ОКИОЦБ предоставил инвесторам возможность выбрать наиболее подходящий финансовый продукт из широкого спектра предлагаемых инвестиционных инструментов.

Ввиду успешной имплементации КИДИ в рамках подотрасли ОКИОЦБ европейский законодатель решил распространить положительный опыт и на другие инвестиционные продукты, что стало одной из главных причин принятия PRIIPs, посред-

ством которого в 2014 г. и был инкорпорирован КИД. Анализ структуры, содержания, оформления и самого названия КИД подтверждает указанный факт и свидетельствует о его преемственности по отношению к КИДИ. Детально урегулированный, при этом в доступной форме описывающий приобретаемый финансовый продукт, КИД стал хорошим подспорьем для частных инвесторов.

Достижение позитивных результатов от использования КИД стало возможным благодаря следующим трендам, существующим в рамках подотрасли и всего ЕРФУ. Прежде всего, увеличилось количество норм, регулирующих различные аспекты деятельности ОКИОЦБ, при этом указанные правила претерпели и качественные изменения: европейский законодатель со временем отказался от использования более общих норм в пользу специальных; произошел переход от регулирования содержания к регламентации оформления информационных документов. Кроме того, налицо тенденция, связанная с увеличением роли регламентов, которые теперь чаще принимаются как акты не только второго, но и первого уровня.

Таким образом, сложившаяся система обеспечения транспарентности информации, хотя и неидеальна, позволяет снизить риски, связанные с «асимметрией информации», и усилить конкуренцию среди эмитентов финансовых продуктов.

Список литературы

Евдокимов М. А. Место ключевых информационных документов в правовом регулировании финансовых рынков России и ЕС // Вестник экономической безопасности. 2023. № 2. С. 52–58.

Маркетинговые коммуникации: учеб. пособие для студентов учреждений высш. проф. образования / О. С. Габинская, Н. В. Дмитриева. М.: Изд. Центр «Академия», 2010. 240 с.

Милкова М. А. Информация и ограниченная рациональность выбора в цифровой экономике // Цифровая экономика. 2021. № 1. С. 69–88.

Adler M. The Plain Language Movement // The Oxford Handbook of Language and Law / ed. by L. M. Solan, P. M. Tiersma. Oxford: Oxford Academic, 2012. P. 67–83.

A Practical Guide to UCITS Funds and Their Risk Management: Book / C. Muller, A. Ruttiens. Liège: EdiPro, 2013. 146 p.

Bartolini A., Cippitani R., Colcelli V. Dictionary of Statuses within EU Law: The Individual Statuses as Pillar of European Union Integration. Cham: Springer, 2019. 652 p.

Bodellini M. Does It Still Make Sense, From the EU Perspective, to Distinguish Between UCITS and Non-UCITS Schemes? // Capital Markets Law Journal. 2016. Vol. 11. № 4. P. 528–539.

Buttigieg C. P. The Development of the EU Regulatory and Supervisory Framework Applicable to UCITS: A Critical Examination of the Conditions and Limitations of Mutual Recognition: DPhil in Law Thesis. Falmer, 2014. 286 p.

Capuano A., Ramsay I. What Causes Suboptimal Financial Behaviour? An Exploration of Financial Literacy, Social Influences and Behavioural Economics // The University of Melbourne Legal Studies Research Paper. 2011. № 540. 244 p.

Colaert V. Building Blocks of Investor Protection: All-Embracing Regulation Tightens its Grip // Journal of European Consumer and Market Law. 2017. Vol. 6. № 6. P. 229–230.

Jager C. Key Information Documents about Financial Products: Something New Under the Sun? The Evolution of Mandatory Information Documents and Policy in the EU // Journal of European Consumer and Market Law. 2019. Vol. 8. № 6. P. 237–243.

Johnson D. T. Has the Security and Exchange Commission's Rule 421 Made Mutual Fund Prospectuses More Accessible? // Journal of Financial Regulation and Compliance. 2004. Vol. 12. № 1. P. 51–61.

Kasyanov R. A., Kachalyan V. A. Evolution of the Legal Framework for UCITS Funds in the European Union (1985–2023) // Kutafin Law Review. 2024. Vol. 11. № 2. P. 325–369.

Marano P. Distribution of Insurance-Based Investment Products: The EU Regulation and the Liabilities. Cham: Springer, 2019. 258 p.

Marcacci A. Regulating Investor Protection under EU Law: The Unbridgeable Gaps with the US and the Way Forward. Camden: Palgrave Macmillan, 2018. 411 p.

Pollock B. G. A. Alternative Investment Funds as Potential Catalysts in the Realization of Systemic Risk in Financial Markets: PhD Thesis Summary. Zurich, 2021. P. 71–75.

Pouille J. B., Kannan A., Spitz N., et al. EU Banking and Financial Regulation. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2024. 727 p.

Stefanini F. From UCITS Directive to UCITS III Provisions // Newcits: Investing in UCITS Compliant Hedge Funds. N. Y.: John Wiley & Sons, 2015. 144 p.

Turtiainen M., Saastamoinen J., Suhonen N., Kainulainen T. Key Investor Information Disclosure Regulation and Retail Mutual Fund Flows in the Finnish Market // International Journal of Bank Marketing. 2022. Vol. 40. № 4. P. 865–885.

Urbina D. A., Ruiz-Villaverde A. A Critical Review of Homo Economicus from Five Approaches // *The American Journal of Economics and Sociology*. 2019. Vol. 78. № 1. P. 63–93.

Vizzotto V. D. Green Shares: Concept, Design and Principal Agent Problem in the Environmental Mutual Fund Industry // *Revista SINTESE Direito Empresarial*. 2012. Vol. IV. № 27. P. 172–213.

References

Adler M. (2012) The Plain Language Movement. In Solan L. M., Tiersma P. M. (Eds.) *The Oxford Handbook of Language and Law*. Oxford, Oxford Academic, pp. 67–83.

Bartolini A., Cippitani R., Colcelli V. (2019) *Dictionary of Statutes within EU Law: The Individual Statutes as Pillar of European Union Integration*. Cham, Springer, 652 p.

Bodellini M. (2016) Does It Still Make Sense, From the EU Perspective, to Distinguish Between UCITS and Non-UCITS Schemes? In *Capital Markets Law Journal*, vol. 11, no. 4, pp. 528–539.

Buttigieg C. P. (2014) *The Development of the EU Regulatory and Supervisory Framework Applicable to UCITS: A Critical Examination of the Conditions and Limitations of Mutual Recognition: DPhil in Law Thesis*. Falmer, 286 p.

Capuano A., Ramsay I. (2011) What Causes Suboptimal Financial Behaviour? An Exploration of Financial Literacy, Social Influences and Behavioural Economics. In *The University of Melbourne Legal Studies Research Paper*, no. 540, 244 p.

Colaert V. (2017) Building Blocks of Investor Protection: All-Embracing Regulation Tightens its Grip. In *Journal of European Consumer and Market Law*, vol. 6, no. 6, pp. 229–230.

Evdokimov M. A. (2023) Mesto klyuchevykh informatsionnykh dokumentov v pravovom regulirovaniy finansovykh rynkov Rossii i ES [The Place of Key Information Documents in the Legal Governance of Financial Markets in Russia and the EU]. In *Vestnik ekonomicheskoi bezopasnosti*, no. 2, pp. 52–58.

Gabinskaya O. S., Dmitrieva N. V. (2010) *Marketingovye kommunikatsii: uchebnoe posobie dlya studentov uchrezhdenii vysshego professional'nogo obrazovaniya* [Marketing Communications: textbook for students of institutions of higher professional education]. Moscow, Izdatel'skii tsentr «Akademiya», 240 p.

Jager C. (2019) Key Information Documents about Financial Products: Something New Under the Sun? The Evolution of Mandatory Information Documents and Policy in the EU. In *Journal of European Consumer and Market Law*, vol. 8, no. 6, pp. 237–243.

Johnson D. T. (2004) Has the Security and Exchange Commission's Rule 421 Made Mutual Fund Prospectuses More Accessible? In *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 12, no. 1, pp. 51–61.

Kasyanov R. A., Kachalyan V. A. (2024) Evolution of the Legal Framework for UCITS Funds in the European Union (1985–2023). In *Kutafin Law Review*, vol. 11, no. 2, pp. 325–369.

Marano P. (2019) *Distribution of Insurance-Based Investment Products: The EU Regulation and the Liabilities*. Cham, Springer, 258 p.

Marcacci A. (2018) *Regulating Investor Protection under EU Law: The Unbridgeable Gaps with the US and the Way Forward*. Camden, Palgrave Macmillan, 411 p.

Milkova M. A. (2021) Informatsiya i ogranichennaya ratsional'nost' vybora v tsifrovoi ekonomike [Information and Bounded Rationality of Choice in Digital Economy]. In *Tsifrovaya ekonomika*, no. 1, pp. 69–88.

Muller C., Ruttiens A. (2013) *A Practical Guide to UCITS Funds and Their Risk Management: Book*. Liège, EdiPro. 146 p.

Pollock B. G. A. (2021) *Alternative Investment Funds as Potential Catalysts in the Realization of Systemic Risk in Financial Markets: PhD Thesis Summary*. Zurich, pp. 71–75.

Pouille J. B., Kannan A., Spitz N., et al. (2024) *EU Banking and Financial Regulation*. Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 727 p.

Stefanini F. (2015) From UCITS Directive to UCITS III Provisions. In *Newcits: Investing in UCITS Compliant Hedge Funds*. New York, John Wiley & Sons, 144 p.

Turtiainen M., Saastamoinen J., Suhonen N., Kainulainen T. (2022) Key Investor Information Disclosure Regulation and Retail Mutual Fund Flows in the Finnish Market. In *International Journal of Bank Marketing*, vol. 40, no. 4, pp. 865–885.

Urbina D. A., Ruiz-Villaverde A. (2019) A Critical Review of Homo Economicus from Five Approaches. In *The American Journal of Economics and Sociology*, vol. 78, no. 1, pp. 63–93.

Vizzotto V. D. (2012) Green Shares: Concept, Design and Principal Agent Problem in the Environmental Mutual Fund Industry. In *Revista SINTESE Direito Empresarial*, vol. IV, no. 27, pp. 172–213.

Дата поступления рукописи в редакцию: 17.01.2025

Дата принятия рукописи в печать: 15.05.2025