



Банк России



ИНФОРМАЦИОННАЯ ПРОЗРАЧНОСТЬ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ: ЭМИТЕНТЫ И УСЛОВИЯ ПЕРВИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ ИХ АКЦИЙ

Доклад для общественных консультаций

Москва
2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	2
Ключевые предложения.....	4
1. Раскрытие информации публичным акционерным обществом.....	7
1.1. Адаптация информации под розничного инвестора	7
1.2. Прогнозные показатели деятельности эмитента	10
1.3. Переход на принципы подготовки годового отчета	13
2. Прозрачность условий первичного публичного размещения акций.....	15
2.1. Статус организатора размещения	15
2.2. Объективная оценка справедливой стоимости эмитента	19
2.3. Прозрачное распределение акций среди инвесторов.....	22
2.4. Прозрачность стабилизации цены после первичного размещения.....	24
2.5. Соглашение об ограничении продажи (обременении) акций	26
Приложения	29
Приложение 1.....	29
Приложение 2	30
Приложение 3	31

Материал подготовлен Департаментом корпоративных отношений.

Ответы на вопросы, поставленные в докладе, а также замечания и предложения к нему просим направлять до 20 февраля 2025 года включительно на адреса: khusainovasv@cbr.ru и vavulinda@cbr.ru.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2025

ВВЕДЕНИЕ

В 2023–2024 гг. на российском рынке акционерного капитала наблюдался рост первичных публичных размещений акций (IPO, Initial Public Offering). Потенциал рынка возрастает в результате увеличения количества сделок и объемов привлеченных инвестиций, что повышает его роль в формировании долгосрочных финансовых ресурсов в экономике и диверсификации источников финансирования бизнеса. За 2024 г. публичное размещение провели 19 эмитентов, из которых 15 впервые вышли на рынок акционерного капитала. Совокупный объем привлеченных средств составил 102,1 млрд рублей.

В текущих условиях как эмитенты, так и инвесторы ориентированы на внутренний рынок. Возросла роль розничных инвесторов, в том числе неквалифицированных. Их активность на рынке IPO определила особенности публичных размещений.

Как следствие, особую актуальность приобретает информационная прозрачность эмитентов. Под ней понимается наличие доступной, актуальной, достоверной информации для оценки рисков и принятия инвестиционных решений. Практика последних лет свидетельствует о наметившейся информационной асимметрии на рынке и о дефиците информации. Информационное поле должно быть выровнено для всех категорий инвесторов, а отдельная информация адаптирована под нужды розничного инвестора.

Ориентация эмитентов на раскрытие прошлых и текущих результатов деятельности снижает возможности инвесторов. В первую очередь это касается оценки перспектив компаний, впервые выходящих на публичный рынок капитала. Практика раскрытия прогнозов и оценок финансовых и операционных показателей эмитентами в документах и материалах, не являющихся юридически значимыми, приводит к ухудшению защиты инвесторов в случае недостоверности прогнозов.

Преобладание в открытом доступе (в том числе в социальных сетях) аналитических материалов рекламного характера не в полной мере обеспечивает профессиональную и объективную оценку перспектив развития эмитентов. В отдельных случаях наблюдается нацеленность на формирование завышенных ожиданий розничных инвесторов в преддверии публичного размещения.

Недостаток основанной на фундаментальном анализе информации об оценке стоимости эмитентов, а также наличие ряда публичных размещений с незначительным участием институциональных инвесторов (которые могли бы оказать серьезное влияние на ценообразование на рынке акций) создают возможности возникновения рисков непрозрачной оценки справедливой стоимости эмитентов. Напротив, распространение фундаментального анализа стоимости эмитентов со стороны независимых профессионалов позволило бы сделать более доступной информацию об оценке справедливой стоимости эмитентов.

Непрозрачность распределения акций среди инвесторов при проведении публичных размещений (далее – аллокация) вызывает вопросы со стороны инвесторов и снижает доверие к рынку капитала. Участники рынка отмечают отсутствие информации о предварительной аллокации, что в том числе создает дополнительное раздувание числа заявок для получения большей аллокации.

В 2024 г. большинство эмитентов, впервые вышедших на публичный рынок акционерного капитала, использовали механизмы стабилизации цены акций. При этом в российский проспект ценных бумаг информация о стабилизационных механизмах не включалась. Даже в случае,

если информация о стабилизации раскрыта, эмитент, как правило, не приводит сведений о ее механизме и характере сделок, а также объяснений того, как они влияют на цену предлагаемых ценных бумаг.

Российское законодательство не содержит специального регулирования соглашений об ограничении продажи (обременении) акций (lock-up)¹ и требований о раскрытии информации. На практике, несмотря на наличие правовых механизмов, зачастую неясно, в чьих интересах заключается соглашение, вправе ли третьи лица, не являющиеся стороной соглашения, обратиться с требованием о возмещении убытков. Правовая неопределенность и отсутствие минимальных требований к объему раскрываемой эмитентами информации не обеспечивают эффективного использования этого защитного механизма.

Проведение публичных размещений показало, что они не всегда сопровождаются профессиональными организаторами размещения (андеррайтерами). Законодательство о рынке ценных бумаг не определяет организаторов размещения (андеррайтеров) в качестве субъектов публичного размещения, не устанавливает их функций и обязанностей. Как следствие, всю ответственность за качество публичного размещения, в том числе за полноту и достоверность информации в проспекте ценных бумаг, несет только эмитент, даже в тех случаях, когда организатор размещения сопровождает сделку.

По мнению регулятора, учитывая отсутствие полноценного раскрытия информации, наличие информационной асимметрии, а также планы по расширению выхода на рынок долевого финансирования компаний с государственным участием, целесообразно рассмотреть вопрос о необходимости сопровождения сделок организаторами размещений.

Банк России выделяет несколько ключевых направлений комплексного повышения прозрачности публичных размещений, которые требуют принятия дополнительных регуляторных решений. Реализация ряда инициатив призвана устранить дефицит информации на рынке капитала, снизить информационную асимметрию, повысить прозрачность процессов публичного размещения, что должно найти отражение в эффективности ценообразования на рынке акций. Упорядочивание практики публичных размещений позволит сформировать на рынке лучшие стандарты деятельности, оказать влияние на стимулирование инвестиционного спроса и сделать IPO популярным инструментом привлечения инвестиций.

¹ Lock-up – временные ограничения на совершение сделок, направленных на отчуждение (обременение) акций эмитента, в том числе акционерами, эмитентом, их подконтрольными лицами (организациями), в соответствии с которыми последние обязуются не продавать (не обременять) акции компании в течение определенного периода времени после публичного размещения.

КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕДЛОЖЕНИЯ

В ходе общественных консультаций Банк России предлагает обсудить предложения по ключевым направлениям изменений в регулировании.

1. Адаптация структуры и содержания резюме проспекта ценных бумаг под розничного инвестора

Банк России полагает необходимым обновить требования к структуре и содержанию резюме проспекта ценных бумаг, которое должно учитывать профиль основного читателя – неквалифицированного инвестора. Важными компонентами резюме должны стать ключевая финансовая информация в сравнении с аналогичными предыдущими периодами, сведения о стратегии и перспективах развития эмитента, а также факторы, влияющие на реализацию стратегии. Новая структура и содержание резюме проспекта ценных бумаг позволят повысить его информационную ценность для инвесторов.

2. Ориентация проспекта ценных бумаг, отчета эмитента, годового отчета не только на прошлое, но и на будущее путем включения в них прогнозов (планов) в отношении деятельности эмитента

Расширение практики раскрытия эмитентами публично обращающихся акций прогнозных финансовых показателей в проспекте ценных бумаг, отчете эмитента, годовом отчете, которое предлагает Банк России, повысит для инвесторов их информационную ценность, обеспечит лучшее понимание перспектив эмитента. При распространении прогнозных показателей на этапе подготовки к IPO (в презентациях, пресс-релизах и прочих материалах) такие показатели должны соответствовать прогнозам, приведенным в проспекте ценных бумаг.

Поскольку прогноз может не реализоваться вне зависимости от воли эмитента (в силу изменения внешних факторов), то ответственность за включение в проспект недостоверной информации в отношении прогноза должна наступать исключительно в случае предоставления заведомо ложного прогноза или за ошибки, допущенные при его подготовке.

3. Определение ключевых компонентов структуры и содержания годового отчета, перевод его на принцип наибольшей ценности информации для инвестора

Предлагается установить в регулировании принципы подготовки и ключевые компоненты структуры и содержания годового отчета акционерного общества, предоставив последнему право самостоятельно определять логику расположения обязательных разделов в документе, расширять его структуру и содержание. Инициатива призвана повысить уровень подготовки годовых отчетов – одной из основных форм коммуникации акционерного общества с акционерами.

4. Устранение неопределенности правового статуса организаторов размещений акций

Банк России предлагает определить в регулировании деятельность по организации размещения, перечень функций и ответственность организаторов размещения, а также обеспечить разработку стандартов, определяющих требования к квалификации и опыту сотрудников организаторов размещения в публичных сделках на рынке ценных бумаг; подходы к проведению публичных размещений, в том числе к финансово-экономической и юридической проверке деятельности эмитента (процедура due diligence); требования к управлению конфликтами интересов (в том

числе обеспечивающих наличие информационных барьеров, часто называемых «китайскими стенами»). Требование о том, что организатор размещения должен быть указан в проспекте ценных бумаг и подписывать его, обеспечит ответственность организатора размещения за достоверность указанной в документе информации.

Участие в публичных размещениях профессионалов, обладающих в том числе полноценной информацией о текущей деятельности и возможных перспективах развития эмитента, должно повысить качество публичного размещения и стать дополнительным ориентиром для инвесторов при выборе предложения акций.

5. Разработка модельной (типовой) документации, необходимой при проведении IPO

Стандартизация документации, регламентирующей отдельные процессы в рамках проведения IPO, с одной стороны, должна предоставлять всем участникам сделок, в том числе эмитентам, адекватные и понятные гарантии защиты, а с другой – обеспечивать гибкость структурирования сделок. Выработка единых принципов и подходов к организации публичного размещения призвана повысить эффективность и прозрачность процессов и в конечном итоге привести к снижению издержек (временных и финансовых) – как для эмитентов, так и для инвесторов.

6. Подготовка и раскрытие не менее 2 независимых аналитических отчетов, содержащих оценки справедливой стоимости компании, для проведения IPO

В качестве условия для листинга акций предлагается установить обязанность эмитента, выходящего на IPO, по предоставлению (раскрытию) не менее 2 независимых аналитических отчетов, содержащих оценки справедливой стоимости компании.

Свободный доступ инвесторов, в первую очередь розничных, к таким аналитическим отчетам обеспечит предоставление им информации на основе комплексного финансово-экономического анализа деятельности и перспектив развития эмитентов для возможности оценки обоснованности установления эмитентами цены (диапазона цены) акций.

7. Определение типовой структуры аналитического отчета и круга лиц, чьи отчеты будут считаться независимыми

Предлагается определить круг лиц, чьи аналитические отчеты будут считаться соответствующими требованиям к независимости. Ими могут быть профессиональные участники рынка ценных бумаг, кредитные рейтинговые агентства, аудиторские организации, оказывающие аудиторские услуги общественно значимым организациям на финансовом рынке.

Введение минимальных требований к содержанию аналитических отчетов обеспечит их прозрачность и наличие детального описания расчетов и применяемых моделей при оценке стоимости компании.

8. Установление для эмитентов акций требования о раскрытии информации о плановом и фактическом распределении акций при подаче заявок на участие в публичном размещении

Предложение по установлению требования к эмитентам акций о раскрытии (в форме сообщения о существенном факте до начала публичного размещения) информации о подходах и принципах аллокации различным группам (категориям) инвесторов, а также о фактической аллокации (по итогам состоявшегося публичного размещения) направлено на снижение практики

увеличения количества заявок и повышение уровня определенности при планировании участия в IPO.

9. Закрепление требования о раскрытии эмитентом информации о соглашениях об ограничении продажи (обременении) акций в проспекте ценных бумаг (в форме сообщения о существенном факте)

Предлагается закрепить в требованиях о раскрытии эмитентом информации о соглашении об ограничении продажи (обременении) акций – в частности, информации о намерении заключить соглашение и (или) о факте его заключения в проспекте ценных бумаг. Информация о факте заключения (если заключение соглашения состоялось после регистрации проспекта ценных бумаг), а также о нарушении такого соглашения должна быть раскрыта в форме сообщения о существенном факте. Этот подход обеспечит единообразие состава сведений для информирования инвесторов и ответственность за достоверность раскрываемой информации.

Включение информации в проспект ценных бумаг и установление стандарта ее раскрытия предоставят инвесторам необходимую информацию о гарантиях соблюдения принятых ограничений и эффективности связывающих механизмов.

10. Включение в проспект ценных бумаг описания механизма стабилизации цены акций после IPO

Регулятор предлагает установить требование по включению в проспект ценных бумаг описания механизма стабилизации, содержащего как минимум следующую информацию: размер стабилизационного пакета, период стабилизации; сведения о лицах, которые станут конечными владельцами выкупленных в период стабилизации акций (акционеры, дочерние и зависимые общества эмитента и так далее); описание инструментов стабилизации.

Это позволит инвесторам сформировать полное представление о возможностях механизма стабилизации для снижения волатильности акций после публичного размещения.

1. РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ ПУБЛИЧНЫМ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВОМ

1.1. Адаптация информации под розничного инвестора

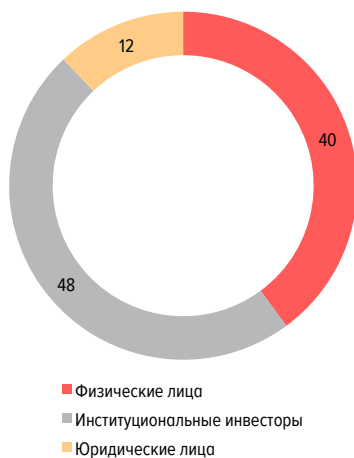
Проблема

По итогам 2024 г. в структуре инвесторов, принявших участие в публичных размещениях, 48% от объема привлеченных средств занимают институциональные инвесторы и 40% – розничные инвесторы (рис. 1, 3). В публичных размещениях приняли участие порядка 415 тыс. граждан, из которых около 70% являются неквалифицированными инвесторами (рис. 2).

В 2024 г. значительно возрос объем инвестиций розничных инвесторов в рамках публичных размещений – в 1,7 раза по сравнению с 2023 годом. В 2023 г. розничные инвесторы инвестировали порядка 24 млрд руб., в 2024 г. – около 41 млрд рублей. По итогам отдельных публичных размещений практически весь объем биржевого размещения пришелся на розничных инвесторов.

СТРУКТУРА УЧАСТНИКОВ ПУБЛИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ В 2024 ГОДУ
(% ОТ ОБЪЕМА РАЗМЕЩЕНИЯ АКЦИЙ)

Рис. 1



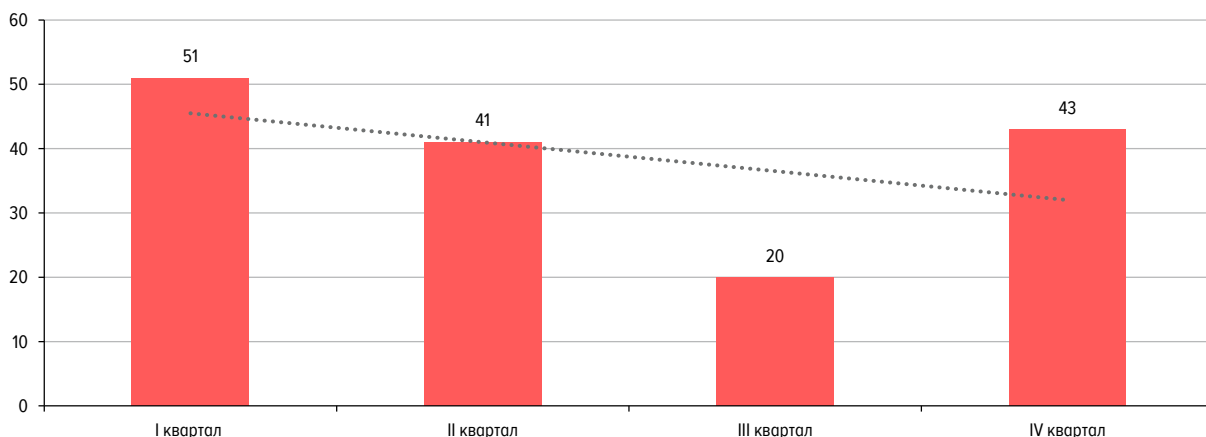
СТРУКТУРА РОЗНИЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ В ПУБЛИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЯХ 2024 ГОДА
(% ОТ КОЛИЧЕСТВА ЛИЦ)

Рис. 2



ДОЛЯ УЧАСТИЯ РОЗНИЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ В 2024 ГОДУ
(% ОТ ОБЪЕМА РАЗМЕЩЕНИЯ АКЦИЙ)

Рис. 3



Таким образом, на российском рынке акционерного капитала формируется устойчивая тенденция возрастания роли розничных инвесторов, что определяет как текущие особенности публичных размещений, так и специфику их осуществления на горизонте нескольких лет. Возрастает важность наличия адаптированной для розничного инвестора доступной и понятной информации, необходимой для оценки рисков инвестиций в финансовые инструменты.

Вместе с тем на практике преобладает формальное отношение эмитентов к материалам, предлагаемым инвесторам, прежде всего это касается резюме проспекта ценных бумаг. В настоящее время такие резюме чрезмерно объемны (иногда до 20–25 страниц), а их структура и содержание не позволяют инвестору получить важную для инвестиционных решений информацию – прежде всего ключевые финансовые и операционные показатели. Напротив, в структуру резюме входит отдельная информация, не относящаяся к ключевой для первичной оценки инвестором предложения эмитента. Например, сведения о консолидированной финансовой отчетности, бухгалтерской (финансовой) отчетности, которая (ссылка на которую) содержится в проспекте ценных бумаг; сведения о способе и дате создания эмитента, о случаях изменения наименования эмитента и о его реорганизации.

Существующие подходы к решению

В международной практике, в том числе в Европейском союзе, Великобритании, Индии, Бразилии, ключевая информация в резюме отражает существенные характеристики эмитента, предлагаемых ценных бумаг и условий публичного размещения. Резюме должно быть кратким, простым и понятным. В ряде юрисдикций устанавливается максимальный объем резюме.

Структура резюме в международной практике

- В соответствии с регулированием в Европейском союзе¹ и Великобритании² резюме должно состоять из следующих 4 разделов:

1) введение, содержащее наименование и контактные данные эмитента; наименование и международный идентификационный код ценной бумаги (ISIN); сведения об уполномоченном органе, утвердившем проспект ценных бумаг, дату утверждения; предупреждения о том, что инвестору следует принимать решение о рисках возможной потери инвестиций на основе всего проспекта ценных бумаг;

2) ключевая информация об эмитенте (местонахождение, организационно-правовая форма, основные виды деятельности, информация о ключевых акционерах и руководстве, аудиторах; выборка ключевой финансовой информации за финансовые периоды, сопровождаемые сравнительными данными за предыдущие аналогичные финансовые периоды);

3) ключевая информация о ценных бумагах (тип, класс, ISIN, количество выпущенных ценных бумаг и их номинальная стоимость; права, закрепленные за ценными бумагами; ограничения на распоряжение ценными бумагами; основные риски, связанные с ценными бумагами);

4) ключевая информация о публичном предложении ценных бумаг (условия и сроки ожидаемого предложения; оценка расходов на публичное размещение, в том числе предполагаемые расходы инвестора; цели использования привлеченных средств; предполагаемая чистая сумма поступлений от публичного размещения; указание на наличие соглашения с андеррайтером на основе обязательств выкупа у эмитента нераспределенных акций по согласованной цене (на основе твердых обязательств); наиболее существенные конфликты интересов, связанные с публичным размещением).

Регуляторы предлагают установить максимальный объем резюме (не более 7 страниц).

¹ [Item 30, Item 3–4 Article 7 Regulation \(EU\) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC.](#)

² [Item 2.1.4, Annex XXII Prospectus Rules.](#)

- В Индии резюме должно содержать краткую информацию об эмитенте, структуре акционерного капитала, совете директоров, руководстве эмитента, условиях публичного размещения, а также сводные консолидированные финансовые и операционные показатели, сведения об андеррайтерах, юридических консультантах, аудиторах, механизме стабилизации цены акций³.
- В Бразилии резюме должно представлять собой отдельный раздел – краткое описание предложения, включающее основные характеристики сделки и содержащее ключевую информацию, необходимую инвесторам для понимания особенностей деятельности эмитента и условий предложения. Объем – не более 15 страниц⁴.

³ [Part A of Schedule VI Securities and Exchange Board of India \(Issue of Capital and Disclosure Requirements\) Regulations.](#)

⁴ [Section III Article 17 CVM Resolution No 160, of July 13, 2022.](#)

Предлагаемая инициатива

Банк России полагает необходимым обновить требования к структуре и содержанию резюме проспекта ценных бумаг. Его наполнение должно учитывать профиль основного читателя – неквалифицированного инвестора. Важными компонентами резюме должны стать ключевая финансовая информация в сравнении с данными за аналогичные предыдущие периоды, сведения о стратегии и перспективах развития эмитента, а также факторы, влияющие на реализацию стратегии. Резюме должно представлять собой краткий документ (не более 7 страниц), изложенный простым, понятным языком. Новая структура и содержание резюме проспекта ценных бумаг позволят повысить его информационную ценность для основной массы инвесторов.

Предложения по структуре резюме представлены в Приложении 1.

Вопросы для обсуждения

1. Поддерживаете ли вы представленный подход к изменению требований к структуре и содержанию резюме проспекта ценных бумаг?
2. Какие дополнительные меры, с вашей точки зрения, необходимы для того, чтобы резюме проспекта отвечало нуждам инвесторов?

1.2. Прогнозные показатели деятельности эмитента

Проблема

Стоимость акций отражает ожидания инвесторов в отношении способности компании создавать стоимость для акционеров, включая будущие дивидендные платежи и чистую стоимость активов. Практика ориентации эмитентов на раскрытие прошлых и текущих результатов своей деятельности не вполне отвечает интересам инвесторов. Их решения зависят от стратегии, планов или прогнозов по достижению ключевых финансовых и операционных показателей.

В настоящее время в российский проспект ценных бумаг и отчет эмитента включаются описание перспектив развития эмитента и отраслевые прогнозы. Однако большинство эмитентов обходятся общими описаниями, которые малоинформативны для анализа будущих ключевых финансовых и операционных показателей. Случаи, когда эмитент включает прогноз своих финансовых и операционных показателей в проспекты ценных бумаг, единичны. Одновременно эмитенты раскрывают прогнозы и оценки будущих показателей в маркетинговых материалах и презентациях, пресс-релизах и прочих документах, не являющихся юридически значимыми сообщениями.

Влияние инфлюенсеров, а также значительный объем материалов рекламного характера в открытом доступе в сети Интернет и социальных сетях могут стать причиной завышенных ожиданий инвесторов в отношении деятельности эмитента и перспектив его развития.

Существующие подходы к решению

Международная практика сдвигается в сторону необходимости раскрытия прогнозных показателей деятельности эмитента (*forward-looking information*), то есть его взглядов относительно будущего. Происходит расширение практики публичного раскрытия прогнозов за счет установления общих требований о раскрытии прогнозной информации. В Великобритании¹ и Южной Корее² регуляторы планируют побудить эмитентов раскрывать собственные прогнозы (включая прогноз прибыли), необходимые для принятия решений инвесторами. В Европейском союзе установлены принципы, руководствуясь которыми эмитенты могут публиковать прогнозные оценки.

Включение требований о раскрытии прогнозных показателей в проспект ценных бумаг повысит его информационную ценность для инвестора, позволит лучше понять перспективы эмитента. Вместе с тем при любом публичном распространении прогнозных показателей на этапе подготовки к IPO (в презентациях, пресс-релизах и прочих материалах) эти показатели должны соответствовать прогнозам, приведенным в проспекте ценных бумаг.

Что касается ответственности эмитента и иных лиц, подписавших проспект ценных бумаг, то они не должны нести риск нереализации прогноза. Прогноз может не реализоваться вне зависимости от их воли – в силу изменения внешних факторов. Ответственность за включение в проспект недостоверной информации в отношении прогнозов должна наступать в случае предоставления заведомо ложного прогноза или за ошибки, допущенные при его подготовке.

¹ [Consultation on the new Public Offers and Admissions to Trading Regulations regime \(POATRs\)](#).

² [Guidelines on corporate value-up plan unveiled to support listed companies voluntary efforts to boost corporate value; Financial Investment Services and Capital Markets Act](#).

Подходы к прогнозным показателям

- В Европейском союзе под прогнозом понимаются заявления, в которых указывается показатель или диапазон вероятного уровня прибыли/убытков на текущий или будущие финансовые периоды либо содержатся данные, на основе которых может быть произведен расчет показателя¹. Прогноз прибыли должен быть четким и недвусмысленным, содержать основные предположения для прогноза. Должны разграничиваться предположения о факторах, на которые органы управления компании могут или не могут повлиять. Допущения должны быть обоснованными, понятными инвесторам, а также конкретными и точными.
- Дополнительно к действующему регулированию Европейская служба по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority, ESMA) подготовила рекомендации к проспекту ценных бумаг, в том числе в части прогнозов прибыли, которые не должны вводить инвесторов в заблуждение и обеспечивать соблюдение следующих принципов: понятность, надежность, сопоставимость, актуальность. При подготовке прогнозов следует учитывать исторические результаты деятельности, рыночную позицию эмитента, изменения в рыночной среде, в правовом/налоговом регулировании.

¹ [Chapter Definitions Article 1, Section 11 Annex 1 Commission Delegated Regulation \(EU\) 2019/980 of 14 March 2019 supplementing Regulation \(EU\) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council as regards the format, content, scrutiny and approval of the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Commission Regulation \(EC\) No 809/2004.](#)

Предлагаемая инициатива

Банк России предлагает ввести требование о раскрытии эмитентами, акции которых находятся в публичном обращении, прогнозных финансовых показателей в проспекте ценных бумаг, отчете эмитента, годовом отчете. В частности:

- установить перечень обязательных для раскрытия прогнозных показателей – выручка, чистая прибыль (убыток), чистая прибыль (убыток) на акцию, рентабельность капитала. Остальные показатели эмитент может раскрывать по своему усмотрению;
- в качестве периода прогноза предлагается установить календарный год;
- прогнозы на более долгосрочный период эмитент может раскрывать по собственному усмотрению;
- при публикации прогнозных показателей раскрывать горизонт прогноза и метод прогнозирования;
- эмитенту рекомендуется публиковать диапазон возможных значений или минимальную (максимальную) границу возможного значения прогнозного показателя;
- показатели не должны вводить читателя в заблуждение и быть разумными, включая ширину диапазонов;
- прогнозные показатели, основанные на исторических данных, следует сопровождать раскрытием показателей за предыдущие периоды времени;
- для прогнозных показателей, не основанных на исторических данных, требуется приводить необходимые пояснения;
- при раскрытии в проспекте ценных бумаг оценок и прогнозов, в том числе отраслевых, подготовленных третьими лицами, необходимо указывать, кем подготовлены прогнозы, а также характер отношений между третьим лицом и эмитентом, ссылку на источник информации;
- обеспечить возможность корректировки прогнозных показателей (с указанием факторов, оказавших влияние на их пересмотр);

- ввести запрет на раскрытие, распространение или предоставление неограниченному кругу лиц информации, содержащей прогнозы финансовых и операционных показателей эмитента, если такая информация не включена в проспект ценных бумаг, в отчет эмитента или иные юридически значимые сообщения.

Вопросы для обсуждения

1. Являются ли инициативы по расширению практики раскрытия прогнозов деятельности эмитентов в проспекте ценных бумаг и отчетах эмитентов необходимыми для принятия обоснованных инвестиционных решений?
2. Какие потенциальные проблемы вы видите при реализации предложений в части прогнозов?
3. Какие дополнительные прогнозные показатели, по вашему мнению, необходимо раскрывать?

1.3. Переход на принципы подготовки годового отчета

Проблема

Информационная открытость должна поддерживаться эмитентом в течение всей деятельности компании. Одной из форм коммуникации эмитента с инвесторами выступает годовой отчет, в котором подводятся итоги работы за отчетный период.

Нормативным актом Банка России установлены требования об утверждении и раскрытии годового отчета, а также о включении в него отчета о соблюдении принципов Кодекса корпоративного управления. Иные требования к структуре и содержанию годового отчета не установлены. В то же время в Кодексе корпоративного управления и информационных письмах Банка России³ содержатся рекомендации по наполнению годового отчета. Для акционерных обществ, акции которых находятся в федеральной собственности, примерная структура годового отчета определена Правительством Российской Федерации⁴.

Сформировавшаяся практика подготовки годовых отчетов (подходы к которой различаются в зависимости от участия государства в акционерном капитале компании) свидетельствует об отсутствии у ряда эмитентов четких ориентиров в отношении структуры и содержания годового отчета, отвечающего современным информационным потребностям заинтересованных лиц. Ряд эмитентов делают годовые отчеты малоинформативными. В некоторых случаях, пользуясь отсутствием требований, они составляют годовые отчеты только из 1–2 страниц.

Существующие подходы к решению

В международной практике, в отличие от российской, установлены требования к структуре и (или) содержанию годового отчета. Одновременно регуляторы оставляют возможность для адаптации отчета под нужды конкретных целевых аудиторий. В частности, годовой отчет в странах Европейского союза⁵, Великобритании, США должен содержать обращение и заверения руководства в достоверности представленной финансовой отчетности и объективном обзоре результатов деятельности эмитента, финансовую отчетность, стратегический отчет и иную информацию. В большей степени отчеты основаны на принципе представления наиболее ценной информации, нежели на нормативных правилах.

³ Информационное письмо Банка России от 11.12.2017 № ИН-06-28/57 «О рекомендациях по раскрытию в годовом отчете публичного акционерного общества информации о вознаграждении членов совета директоров (наблюдательного совета), членов исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников публичного акционерного общества»; информационное письмо Банка России от 12.07.2021 № ИН-06-28/49 «О рекомендациях по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ».

⁴ Постановление Правительства Российской Федерации от 31.12.2010 № 1214 «О совершенствовании порядка управления акционерными обществами, акции которых находятся в федеральной собственности, и федеральными государственными унитарными предприятиями».

⁵ [Article 4 Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC.](#)

Подходы к регулированию годового отчета

- Публичные компании Великобритании обязаны составлять годовой отчет, в структуру которого входят:
 - 1) стратегический отчет (обзор деятельности компании, описание стратегии, бизнес-модели компании, основных рисков деятельности)¹;
 - 2) отчет о нефинансовой деятельности и устойчивом развитии;
 - 3) отчет о вознаграждении руководства компании;
 - 4) финансовая отчетность.
- Годовой отчет для акционеров публичных компаний в США включает вступительное слово руководства компании, финансовую отчетность и информацию о результатах деятельности, рыночных сегментах, планах по выпуску новых продуктов/услуг, описание деятельности дочерних компаний и иное.

¹ [Guidance on the Strategic Report.](#)

Предлагаемая инициатива

Банк России полагает, что акционеры и другие заинтересованные лица, ожидают, что в отчетности эмитента будет демонстрироваться полная картина его деятельности, дающая исчерпывающее представление о его финансово-экономическом состоянии и планах развития. Вместе с тем важно обеспечить равные подходы к подготовке годовых отчетов компаний вне зависимости от участия государства в акционерном капитале, которые позволяют дополнять базовые минимальные требования положениями, отражающими специфику деятельности компаний, акции которых находятся в федеральной собственности. Для реализации этого предлагается установить:

- принципы подготовки и ключевые компоненты структуры и содержания годового отчета;
- право эмитента самостоятельно определять логику расположения обязательных компонентов в документе и добавлять необходимую с его точки зрения информацию (предлагаемая структура годового отчета представлена в Приложении 2).

Вопросы для обсуждения

1. Поддерживаете ли вы установление рамочных требований к структуре годового отчета акционерного общества?
2. Что, на ваш взгляд, должно войти в типовую структуру годового отчета?

2. ПРОЗРАЧНОСТЬ УСЛОВИЙ ПЕРВИЧНОГО ПУБЛИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ АКЦИЙ

2.1. Статус организатора размещения

Проблема

Для проведения IPO российские компании прибегают к услугам организаторов размещений. В эти услуги, как правило, входят проведение финансовой и юридической экспертизы, сбор заявок инвесторов, консультации с эмитентом по ценовому диапазону, услуги по маркетингу и взаимодействию с инвесторами. Организаторы размещений помогают эмитенту в анализе рыночных условий, чтобы определить справедливую стоимость акций.

Практика проведения публичных размещений в 2023–2024 гг. показала, что сделки не всегда сопровождаются профессиональными организаторами размещений. Из 31 публичного размещения 3 проведено без их участия (рис. 4).

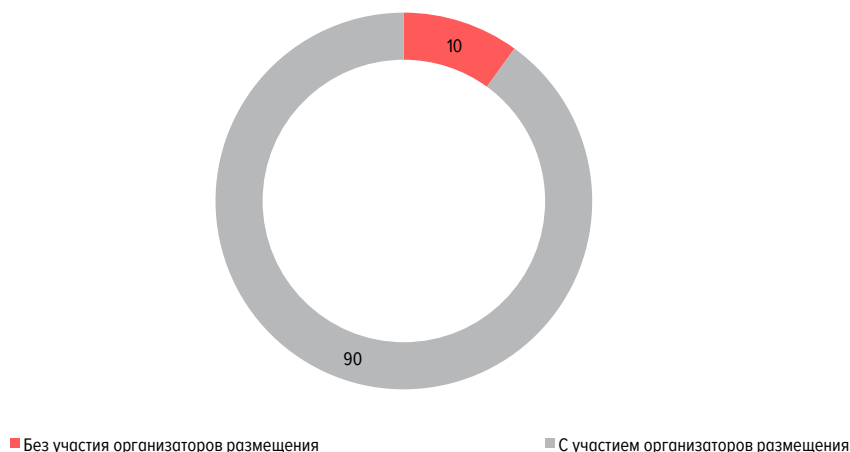
В то же время текущие функции российского организатора размещения не связаны с обеспечением и гарантией распределения акций среди инвесторов, то есть классической функцией андеррайтеров в международной практике. На российском рынке преобладает форма взаимодействия, предусматривающая, что организатор сопровождает продажу акций инвесторам, однако не гарантирует получение эмитентом всей ожидаемой от размещения выпуска суммы. Фактически остаточный риск остается на эмитенте.

Законодательством о рынке ценных бумаг не определены в качестве субъектов организаторы размещения, их основные функции, обязанности и ответственность. Российская практика предполагает, что роль организатора, как правило, выполняют крупный банк или компания, осуществляющая брокерскую или дилерскую деятельность. Не урегулирована проблема конфликта интересов при оказании услуг инвесторам по участию в публичных размещениях и услуг эмитентам по организации размещения.

Отсутствуют требования к тому, кто может оказывать соответствующие услуги, наличие лицензии, уровню квалификации, репутации. Организаторы размещений не несут

СОПРОВОЖДЕНИЕ ПУБЛИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ ОРГАНИЗАТОРАМИ РАЗМЕЩЕНИЙ В 2023–2024 ГОДАХ (%)

Рис. 4



ответственности перед инвесторами. Такая неопределенность создает при IPO дополнительные риски как для эмитента, так и для инвесторов.

Принимая во внимание планы по расширению практики выхода на рынок долевого финансирования крупных компаний, включая компании с участием государства в акционерном капитале, большую актуальность приобретает участие в сделке профессионального организатора размещения (андеррайтера), обеспечивающего качество публичного размещения.

Участие профессионалов, обладающих в том числе полноценной информацией о текущей деятельности и возможных перспективах развития эмитента, должно повысить качество публичного размещения и стать дополнительным ориентиром для инвесторов при выборе предложения акций.

Выработка единых принципов и подходов к сопровождению публичного размещения призвана повысить эффективность и прозрачность процессов и сопровождающей их информации и в конечном итоге привести к снижению издержек (временных и финансовых) и для эмитентов, и для инвесторов.

Существующие подходы к решению

В международной практике публичное размещение сопровождается андеррайтером, которым, как правило, выступает так называемый инвестиционный банк. Крупные инвестиционные банки имеют ряд следующих преимуществ: профессиональная репутация и компетентность, возможность привлечения широкого круга инвесторов, собственные финансовые ресурсы, позволяющие эффективно провести размещение и поддерживать ликвидность акций компании на должном уровне. Традиционно роль андеррайтера заключается в принятии на себя риска неразмещения акций и обязательства выкупить у эмитента нераспределенные акции по согласованной цене (андеррайтинг на основе твердых обязательств).

Для выполнения своей функции андеррайтер проводит в рамках процедуры финансово-экономической и юридической проверки деятельности эмитента (*due diligence*) на этапе подготовки и представления проспекта ценных бумаг тщательное изучение финансовой отчетности компании, ее бизнес-модели, управленческой команды, общих рыночных условий и иной значимой информации. Осуществляется сбор, а также проверка точности и существенности информации, включаемой в проспект ценных бумаг. Дополнительно составляются различные варианты сценария будущего развития компании, исследуются рынки и отрасли, в которых работает будущий эмитент. Частью процесса является получение от аудиторов «комфортных писем», подтверждающих сведения, не включаемые в финансовые отчеты, но присутствующие в эмиссионных документах, а также факты, которые имели место после завершения аудиторских проверок.

Эти действия проводятся в том числе с учетом как репутационной, так и возможной ответственности андеррайтеров совместно с эмитентом – за ущерб, причиненный инвестору вследствие указания в проспекте ценных бумаг ложной информации. В связи с этим, помимо снижения возможной ответственности андеррайтеров, процедура *due diligence* помогает инвесторам удостовериться в том, что в этих документах полностью и достоверно раскрывается информация о компании.

В отдельных юрисдикциях, таких как США, Великобритания, Китай, Индия, андеррайтинг относится к регулируемым видам деятельности. Регулированию подлежат конфликт интересов, вопросы вознаграждения за оказание эмитенту услуг. Информация об андеррайтерах и условиях соглашений раскрывается в проспекте ценных бумаг. Андеррайтеры несут репутационную

и гражданско-правовую ответственность, а также финансовые риски. Как следствие, крупные инвестиционные банки с хорошей репутацией склонны выбирать компании с низким уровнем риска и благоприятными перспективами первичного размещения акций.

Андеррайтеры как субъекты регулирования

- В США законодательно закреплено понятие андеррайтера, определены условия управления конфликтом интересов. Действует требование о раскрытии информации об андеррайтере и соглашении об андеррайтинге в проспекте ценных бумаг, определена ответственность андеррайтера. Правила Управления по регулированию финансовой отрасли (FINRA) требуют, чтобы андеррайтеры не позднее чем через 3 рабочих дня после подачи в Комиссию по ценным бумагам и биржам США (SEC) заявления о регистрации представили документы, связанные с публичным предложением, включая проспекты ценных бумаг и соглашение об андеррайтинге. Если у андеррайтера при публичном размещении возникает конфликт интересов, FINRA требует, чтобы в заявление о регистрации было включено раскрытие характера конфликта интересов и другой информации. Особое внимание FINRA уделяет вопросам вознаграждения андеррайтера за оказание эмитенту услуг в рамках публичного размещения¹.
- В Индии деятельность андеррайтеров (торговых банкиров, биржевых брокеров) подробно регламентирована: установлены критерии, которым должен отвечать андеррайтер, его функции, требования к достаточности капитала, правила поведения, общие обязанности, ответственность².
- В Китае деятельность андеррайтеров регулируется в рамках лицензии на операции с ценными бумагами. Устанавливаются требования к уставному капиталу, квалификации сотрудников компании, управлению рисками и внутреннему контролю, иным условиям деятельности³. Дополнительно Ассоциация ценных бумаг Китая (SAC) формирует деловые правила андеррайтинга ценных бумаг⁴.

¹ [Securities offerings, underwriting and compensation.](#)

² Securities and Exchange Board of India (Merchant Bankers) Regulation; Securities and Exchange Board of India (Stock Brokers) Regulations.

³ [Chapter VI Law of the People's Republic of China on Securities.](#)

⁴ [Article III Measures for the Administration of the Offering and Underwriting of Securities.](#)

Предлагаемая инициатива

Банк России полагает целесообразным:

- определить в регулировании деятельность по организации размещения, включающую в себя следующие основные функции: консультирование эмитента и подготовка коммерческих/финансовых частей проспекта ценных бумаг; проведение процедуры due diligence; подготовка аналитических отчетов, содержащих обоснование оценки стоимости эмитента; обеспечение сбора заявок на участие в размещении от инвесторов; организация стабилизации цены акций и заключения договора эмитента с биржей и маркет-мейкером;
- определить, что деятельность по организации размещения могут осуществлять лица, включенные в реестр Банка России;
- установить требование о том, что организатор размещения должен быть указан в проспекте ценных бумаг и подписывать его. Это обеспечит ответственность организатора размещения за достоверность информации, содержащейся в проспекте;
- разработать стандарты, определяющие для организаторов размещения требования к квалификации и опыту деятельности сотрудников (включая аналитиков) в публичных сделках на рынке ценных бумаг; подходы к проведению публичных размещений, в том числе к процедуре due diligence; требования к управлению конфликтами интересов (в том числе предусматривающих наличие «китайских стен»);

- разработать модельную (типовую) документацию, необходимую при проведении IPO (в том числе договоры андеррайтинга, соглашения об ограничении продажи (обременении) акций и иные документы) и регламентирующую отдельные процессы в рамках проведения IPO. Стандартизация призвана, с одной стороны, предоставлять всем участникам сделок, в том числе эмитентам, адекватные и понятные гарантии защиты, а с другой – обеспечивать гибкость структурирования сделок.

Вопросы для обсуждения

1. Считаете ли вы обоснованными предложения по определению статуса организаторов размещений?
2. Необходимо ли определить организаторов размещений в качестве новых субъектов в законодательстве о рынке ценных бумаг и установить перечень выполняемых функций и требования к деятельности?
3. Какой подход к регулированию организаторов размещений представляется вам наиболее оптимальным – нормативное регулирование или саморегулирование?
4. Целесообразно ли формирование единых принципов и модельных (типовых) документов для проведения IPO для эмитентов, организаторов размещения, юридических консультантов или уникальность каждой сделки не позволяет выработать такие подходы?
5. Какую документацию, с вашей точки зрения, целесообразно стандартизировать?
6. Кто, по вашему мнению, может обеспечить подготовку соответствующих стандартных условий и модельных документов для всех участников рынка (организаторы размещений посредством системы саморегулирования, организатор торговли, Банк России, иное лицо)?

2.2. Объективная оценка справедливой стоимости эмитента

Проблема

Оценка рыночной стоимости компании является одним из ключевых факторов, определяющих успех первичного размещения. Из 23 IPO, проведенных в 2023–2024 гг., по 3 эмитентам отсутствовали в свободном доступе аналитические отчеты, содержащие оценку стоимости компании (рис. 5). По отдельным эмитентам представлен в свободном доступе лишь 1 аналитический отчет (рис. 6).

Число участвующих в отдельных публичных размещениях институциональных инвесторов незначительно и может не оказывать существенного влияния на механизм формирования стоимости. В 2024 г. в 3 IPO из 15 институциональные инвесторы приняли участие в минимальном размере, а еще в 2 их доля была менее 30%.

Отсутствие у большинства розничных инвесторов объективной оценки стоимости компаний, дефицит информации для принятия решений, а также наличие отдельных сделок с незначительным участием институциональных инвесторов (которые могли бы оказать серьезное влияние на ценообразование) создают риск непрозрачной оценки справедливой цены для компаний, впервые выходящих на рынок публичного капитала. Как следствие, после завершения публичного размещения с максимальной долей участия розничных инвесторов нередко наблюдается значительная отрицательная динамика цены акций в первые дни или недели после публичного размещения.

В связи с тем что на фондовом рынке оценка основывается на прогнозных показателях компании и отрасли, заметное влияние на результат оценки оказывает фактор неопределенности, значение которого с учетом текущих условий развития российской экономики существенно возрастает. Сегодня на российском рынке капитала, по мнению Банка России, важно максимально полно раскрывать информацию об имеющихся оценках справедливой стоимости эмитента, а при осуществлении самой оценки – максимально прозрачно и детально описывать производимые расчеты, раскрывать модели и исходные предположения.

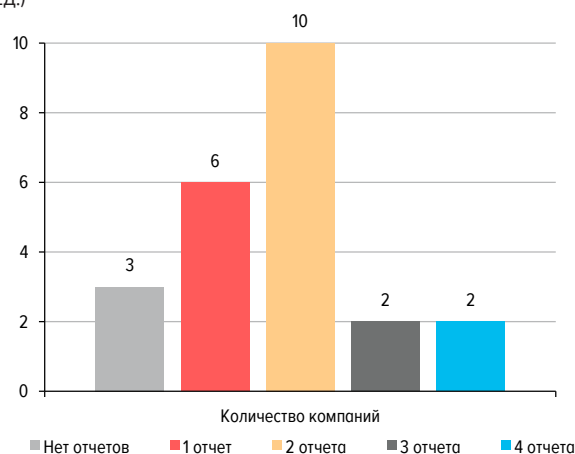
РАСКРЫТИЕ АНАЛИТИЧЕСКИХ ОТЧЕТОВ,
СОДЕРЖАЩИХ ОЦЕНКУ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ,
В СЕТИ ИНТЕРНЕТ В 2023–2024 ГОДАХ
(%)

Рис. 5



РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЭМИТЕНТОВ В 2023–2024 ГГ.
ПО КОЛИЧЕСТВУ АНАЛИТИЧЕСКИХ ОТЧЕТОВ,
СОДЕРЖАЩИХ ОЦЕНКУ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ
(ЕД.)

Рис. 6



Существующие подходы к решению

Корректной оценке справедливой стоимости компании и установлению цен на финансовые инструменты на фондовом рынке способствуют независимые инвестиционные исследования (аналитика). Эта аналитика рассматривается как «общественное благо», которое может широко применяться и розничными инвесторами, и институциональными управляющими активами, а также другими участниками рынка (например, маркет-мейкерами) для выявления инвестиционных возможностей и обоснования инвестиционных решений.

В международной практике большая роль отводится широкому аналитическому покрытию финансовых инструментов. Регуляторы рынка ценных бумаг, к примеру в Великобритании¹, обращают внимание на необходимость широкого доступа к аналитическим инвестиционным исследованиям для розничных инвесторов в контексте публичных размещений. Кроме того, за рубежом рассматривается возможность использования публичных платформ для размещения аналитических отчетов. Ведущие международные биржи организуют программы для обеспечения доступа инвесторов как минимум к 2 независимым аналитическим отчетам.

Программы поддержки независимой инвестиционной аналитики

- Малазийская биржа (Bursa Malaysia Berhad) с 2022 г. запустила программу стимулирования исследований (Bursa RISE), цель которой – повышение объемов торгов и аналитического покрытия участвующих в программе публичных компаний за счет освещения аналитических исследований. Программа помогает более эффективно выявлять ценности компаний, повышать уровень корпоративного управления, побуждать эмитентов к большей прозрачности в деятельности. По условиям программы каждая из 60 выбранных компаний получает по 2 аналитических отчета от 2 разных организаций, перечень которых публикуется на сайте биржи. Финансирование подготовки аналитических отчетов осуществляется частично за счет эмитентов и субсидируется Малазийской биржей.
- Аналогичные программы были запущены в разное время иными организаторами торговли – в Австралии (биржа ASX), Израиле (биржа TASE), Германии (биржа Deutsche Börse).

Предлагаемая инициатива

Банк России для повышения прозрачности ценообразования на акции предлагает:

- установить в качестве условия для листинга акций обязанность эмитента, выходящего на IPO, по предоставлению (раскрытию) не менее 2 независимых аналитических отчетов, которые содержат оценки справедливой стоимости компании;
- определить круг лиц, чьи отчеты будут считаться соответствующими указанным требованиям. Ими могут быть профессиональные участники рынка ценных бумаг, кредитные рейтинговые агентства, аудиторские организации, оказывающие аудиторские услуги общественно значимым организациям на финансовом рынке;
- определить требования об управлении конфликтом интересов лиц, выпускающих независимые аналитические отчеты;
- ввести минимальные требования к содержанию аналитических отчетов для обеспечения их единообразия (см. Приложение 3);
- обеспечить доступ к аналитическим отчетам неограниченному кругу лиц на сайте эмитента и (или) организатора торговли в течение не менее 3 лет с даты публичного размещения.

¹ [Investment Research Review](#).

Вопросы для обсуждения

1. Насколько эффективным вы считаете предложение по обязательному раскрытию при IPO аналитических отчетов, содержащих оценку справедливой стоимости компаний?
2. Поддерживаете ли вы установление типовой структуры аналитического отчета?
3. К каким рискам, по вашему мнению, может привести установление требований о раскрытии аналитических отчетов при IPO?
4. Есть ли у вас предложения по обеспечению качества аналитических отчетов?
5. Кто, с вашей точки зрения, может осуществлять подготовку обязательных аналитических отчетов?

2.3. Прозрачное распределение акций среди инвесторов

Проблема

В 2023–2024 гг. значительное число публичных размещений сопровождалось ажиотажным спросом. Его основу создавали розничные инвесторы, благодаря которым количество заявок на участие в размещении отдельных эмитентов превышало предложение более чем в 20–30 раз. Как следствие, фактическое распределение акций (аллокация) на 1 инвестора оказывалось низким (рис. 7). В частности, по 2 эмитентам граждане получили аллокацию в размере 15–18%, тогда как в среднем заявки иных категорий инвесторов удовлетворялись на 23–33% (рис. 8). Участники рынка отмечают отсутствие информации о принципах и подходах к аллокации, что вызывает в том числе раздувание числа заявок для получения большей аллокации и резервирование гражданами существенно больших денежных средств на брокерских счетах.

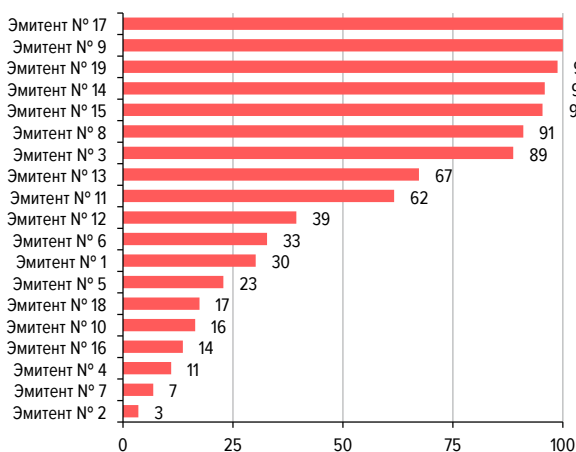
Законодательством установлен перечень сведений о событиях, раскрытие информации о которых может оказать влияние на движение котировок ценных бумаг и которые, соответственно, подлежат раскрытию в форме сообщения о существенном факте. В этот перечень не входит информация о принципах и подходах к распределению акций, а также о фактически произведенной аллокации. Непрозрачность аллокации, как показал опыт, снижает доверие инвесторов к публичным размещениям.

Существующие подходы к решению

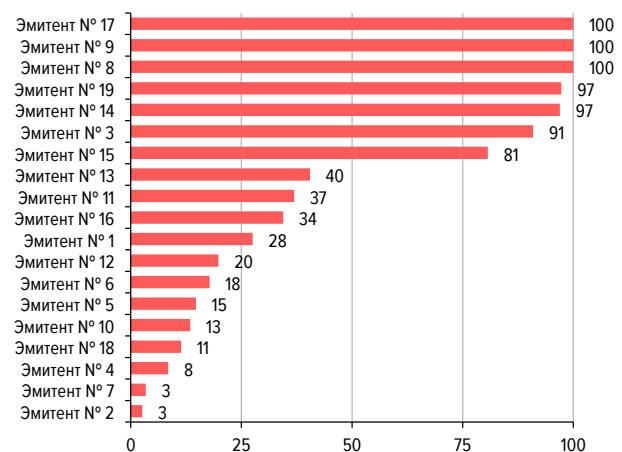
Для повышения прозрачности аллокации опубликовано информационное письмо Банка России от 28.05.2024 № ИН-02-28/33 «О раскрытии информации при проведении публичного размещения акций» с рекомендациями эмитентам и организаторам размещения в отношении раскрытия информации о подходах к аллокации. В нем отмечается важность представления сведений о подходах к аллокации, о фактической аллокации среди различных групп (категорий) инвесторов по итогам состоявшегося публичного размещения.

Анализ практики применения рекомендаций показал, что далеко не все эмитенты следуют рекомендациям Банка России (рис. 9, 10). Более половины эмитентов, осуществивших публичное размещение в 2024 г., не раскрывали информацию или раскрывали ее в минимальном и недостаточном объеме. В частности, эмитенты не раскрывали планируемые доли (диапазоны)

СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ АЛЛОКАЦИЯ В 2024 ГОДУ (%) Рис. 7



АЛЛОКАЦИЯ ЗАЯВОК ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В 2024 ГОДУ (%) Рис. 8



РАСКРЫТИЕ ЭМИТЕНТАМИ ИНФОРМАЦИИ
ОБ АЛЛОКАЦИИ ДО НАЧАЛА ПУБЛИЧНОГО
РАЗМЕЩЕНИЯ АКЦИЙ В 2024 ГОДУ
(КОЛИЧЕСТВО ЭМИТЕНТОВ)



Рис. 9

РАСКРЫТИЕ ЭМИТЕНТАМИ ИНФОРМАЦИИ
ОБ АЛЛОКАЦИИ ПОСЛЕ ПУБЛИЧНОГО
РАЗМЕЩЕНИЯ АКЦИЙ В 2024 ГОДУ
(КОЛИЧЕСТВО ЭМИТЕНТОВ)



Рис. 10

распределения акций для отдельных категорий инвесторов, сведения о подходах к аллокации в случае направления заявок от 1 инвестора через различных брокеров. Некоторые эмитенты раскрыли сведения только в отношении фактического распределения акций среди категорий акционеров уже по итогам публичного размещения.

Предлагаемая инициатива

Банк России для повышения прозрачности информации об аллокации и защиты инвесторов предлагает в своем нормативном акте:

- установить для эмитентов акций при проведении IPO требование о раскрытии (в форме сообщения о существенном факте в срок не позднее 1 рабочего дня до начала периода сбора заявок инвесторов на участие в публичном размещении) информации о подходах при распределении акций среди различных групп (категорий) инвесторов, в том числе о планируемых объемах (доле, диапазоне долей) распределения акций среди отдельных групп (категорий) инвесторов; об отдельных условиях, при соблюдении которых заявки инвесторов удовлетворяются (не удовлетворяются) в полном объеме; о подходах (в том числе ограничениях) при распределении акций в случае направления заявок от 1 инвестора через различных брокеров;
- установить требование об обязательном раскрытии эмитентом информации о фактическом распределении акций (аллокации) среди различных групп (категорий) инвесторов по итогам состоявшегося размещения, включая сведения о примененных подходах к распределению акций.

Вопрос для обсуждения

Какие сложности и риски могут возникнуть при установлении нормативных требований о раскрытии информации об аллокации?

2.4. Прозрачность стабилизации цены после первичного размещения

Проблема

Для снижения волатильности цены акций в начальный период биржевой торговли после IPO часто используется механизм стабилизации цены. Возможные резкие колебания курса акций в первые дни после публичного размещения могут негативно сказаться на желании потенциальных инвесторов подписываться на размещаемые акции. Инвесторы считают такой механизм своего рода подушкой безопасности для инвестиций, ожидая его наличия в структуре сделки.

Отношения между эмитентами (продающими акционерами) и стабилизационным агентом могут быть оформлены различными договорами. Размер стабилизационного пакета составляет в среднем не более 15% от количества акций, размещенных в рамках IPO. Срок действия стабилизации в большинстве случаев устанавливается в течение 30 дней с первой торговой сессии.

В России в 2024 г. большинство эмитентов, впервые вышедших на публичный рынок акционерного капитала, использовали механизмы стабилизации. При этом в российский проспект ценных бумаг информация о стабилизационных механизмах не включалась. По усмотрению эмитента такая информация раскрывается в форме сообщения о существенном факте. Однако это может происходить уже после принятия инвестором решения об участии в IPO. Даже в случае, если информация о стабилизации раскрыта, эмитент, как правило, не приводит сведений о ее механизме и характере сделок, а также объяснений того, как они влияют на цену предлагаемых ценных бумаг.

Существующие подходы к решению

В международной практике распространен подход по закреплению требований о раскрытии информации о ключевых условиях механизма стабилизации в проспекте ценных бумаг. В частности, в Европейском союзе, Великобритании², США, Индии в проспект ценных бумаг должна включаться подробная информация о стабилизации цены.

Подходы к раскрытию стабилизационных механизмов в международной практике

- В Европейском союзе¹ в проспекте ценных бумаг указывается информация о начале и конце периода стабилизации, стабилизационном агенте, объеме и количестве дополнительного распределения акций, условиях применения механизма стабилизации.
- В Индии² в проспект ценных бумаг должна включаться информация о стабилизационном агенте, максимальном количестве акций (их доле от предполагаемого объема выпуска), которое предлагается перераспределить эмитентом; периоде стабилизации, механизме стабилизации, максимальном увеличении уставного капитала, условиях владения акциями после окончания периода стабилизации, условиях соглашения о стабилизации.

¹ [Item 6.5 Annex 11 Commission Delegated Regulation \(EU\) 2019/980 of 14 March 2019 supplementing Regulation \(EU\) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council as regards the format, content, scrutiny and approval of the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Commission Regulation \(EC\) No 809/2004.](#)

² [Part A of Schedule VI Securities and Exchange Board of India \(Issue of Capital and Disclosure Requirements\) Regulations.](#)

² [Item 6.5 Annex III Prospectus Rules.](#)

- В США³ в проспект ценных бумаг должно включаться краткое описание сделок, которые могут быть осуществлены и направлены на стабилизацию; информация о характере сделок и объяснение того, как они влияют на цену предлагаемых ценных бумаг; наименование биржи, на которой могут происходить эти сделки.

³ [§ 229.508 Code of Federal Regulations.](#)

Предлагаемая инициатива

Банк России с учетом важности для инвесторов детальной информации о механизме стабилизации цены акций предлагает установить требование о включении в проспект ценных бумаг описания механизма стабилизации, содержащего как минимум следующую информацию: размер стабилизационного пакета, период (срок начала и окончания) стабилизации; сведения о лицах, которые станут конечными владельцами выкупленных в период стабилизации акций (акционеры, дочерние и зависимые общества эмитента и другие); правовое оформление отношений со стабилизационным агентом, описание инструментов стабилизации.

Вопросы для обсуждения

1. Поддерживаете ли вы инициативу по закреплению требования о раскрытии информации о механизмах стабилизации?
2. Какую дополнительную информацию о механизмах стабилизации вы считаете полезной для инвесторов?

2.5. Соглашение об ограничении продажи (обременении) акций

Проблема

В последние 2 года на российском рынке расширилась практика добровольного применения соглашений об ограничении продажи (обременении) акций на этапе выхода компании на IPO. Компании применяют их в целях повышения привлекательности акций для инвесторов и снижения волатильности цены акций после размещения. Интерес инвесторов повышается, если они знают, что крупные акционеры и руководство компании приняли на себя обязательства не продавать принадлежащие им акции в течение периода после IPO.

В отсутствие регулирования в части раскрытия информации о соглашениях об ограничении продажи (обременении) акций в отечественной практике фактическое раскрытие такой информации эмитенты осуществляли в ходе публичного размещения в разных объемах и с разной степенью детализации (рис. 11). В 2024 г. наиболее часто раскрывались минимальные сведения (в 15 из 19 публичных размещений, в 12 из 15 IPO), нередко отсутствовала информация об основаниях возникновения ограничений, исключениях из ограничений. Ни один эмитент в 2024 г. не включил в проспект ценных бумаг информацию о намерениях установить самоограничения.

Соглашения оформлялись в разных формах – например, в форме многостороннего соглашения эмитента, акционеров и андеррайтеров, одностороннего обязательства эмитента и акционеров, которое раскрывается в составе информации о существенных фактах.

Сделав заявление о заключении соглашения об ограничении продажи (обременении) акций, эмитент использует его в маркетинговых целях, не боясь ответственности за его нарушение, поскольку инвестор, как правило, не обладает информацией о ключевых положениях соглашений: основании возникновения обязательств, составе обязанных сторон; условиях, при которых возможны исключения из таких соглашений; процедурах контроля за соблюдением таких соглашений и так далее.

РАСКРЫТИЕ ЭМИТЕНТАМИ ИНФОРМАЦИИ О LOCK-UP ДО НАЧАЛА ПУБЛИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ АКЦИЙ
В 2024 ГОДУ
(КОЛИЧЕСТВО ЭМИТЕНТОВ)

Рис. 11



Существующие подходы к решению

На международных рынках практикуется использование соглашений об ограничении продажи (обременении) акций на этапе выхода компании на IPO. В зарубежных юрисдикциях установлено требование об обязательном раскрытии информации о наличии и соблюдении соответствующих соглашений. В Европейском союзе³ и Великобритании⁴ в проспект ценных бумаг должна включаться информация о соглашении об ограничении продажи (обременении) акций с указанием сторон соглашения, содержания соглашения и исключений из него, а также периода ограничений. Зачастую соглашения регулируются правилами бирж (Великобритания⁵, Гонконг⁶) и в отдельных странах – актами регулятора (Индия⁷). При нарушении соглашений применяются общие правила об ответственности за нарушение обязательств, такие как возмещение убытков и неустойка.

Таким образом, практика свидетельствует, во-первых, о разных подходах к реализации соглашений об ограничении продажи (обременении) акций, во-вторых, об отсутствии регулирования условий, прав и обязанностей сторон в рамках соглашения. Это обеспечивает гибкость применения связывающих механизмов для акционеров, эмитента и иных лиц, входящих в периметр действия соглашений.

Принимая во внимание многообразие конструкций соглашений об ограничении продажи (обременении) акций, специфику прав и обязанностей сторон этих соглашений, Банк России считает целесообразным наиболее полно раскрывать информацию о наличии такого соглашения и его условиях. Раскрытие таких сведений должно обеспечить информирование акционеров и инвесторов о гарантиях соблюдения принятых ограничений и эффективности связывающих механизмов.

Предлагаемые инициативы

Банк России в целях информирования инвесторов предлагает:

- закрепить обязанность эмитента раскрывать в проспекте ценных бумаг информацию о соглашении об ограничении продажи (обременении) акций, в частности информацию о намерении заключить соглашение и (или) о факте его заключения;
- раскрывать в форме сообщения о существенном факте информацию о факте заключения (если заключение соглашения состоялось после регистрации проспекта ценных бумаг), а также о нарушении такого соглашения. Такой подход поможет прийти к единообразию состава сведений для информирования инвесторов и установить ответственность за достоверность раскрываемой информации;
- раскрывать сведения о несоблюдении соглашения об ограничении продажи (обременении) акций, что предоставит возможность привлечь к ответственности сторону, нарушившую соглашение;

³ [Item 7.4 Annex 11 Commission Delegated Regulation \(EU\) 2019/980 of 14 March 2019 supplementing Regulation \(EU\) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council as regards the format, content, scrutiny and approval of the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Commission Regulation \(EC\) No 809/2004.](#)

⁴ [Item 7.3 Annex III Prospectus Rules.](#)

⁵ [AIM Rules for Companies, London Stock Exchange.](#)

⁶ [10.07–10.08, Art. 18C. 15 Rules Governing the Listing of Securities on The Stock Exchange of Hong Kong Limited.](#)

⁷ [Part IV Chapter II, Part IV Chapter IV, Securities And Exchange Board Of India \(Issue Of Capital And Disclosure Requirements\) Regulations, 2018.](#)

- включить в состав информации, обязательной к раскрытию в проспекте ценных бумаг и в сообщении о существенном факте (если такая информация не была раскрыта в проспекте ценных бумаг), следующие сведения: о круге лиц, принявших на себя обязательства по ограничению на отчуждение (обременение) акций эмитента; об основаниях возникновения ограничений на отчуждение (обременение) акций эмитента (договор, иное основание); о сроке действия ограничений на отчуждение (обременение) акций эмитента; об исключениях (при наличии) из ограничений на отчуждение (обременение) акций эмитента;
- установить требования о раскрытии в форме сообщений о существенных фактах сведений: о принятых решениях о снятии ограничений на сделки с акциями, в отношении которых были установлены ограничения; об условиях обеспечения принятия новыми акционерами обязательств по соблюдению ограничений на отчуждение (обременение) акций; о выявлении случаев нарушения обязательств, предусмотренных в соглашениях об ограничении продажи (обременении) акций.

Вопросы для обсуждения

1. Какую дополнительную информацию о соглашениях об ограничении продажи (обременении) акций вы предложили бы закрепить в регулировании?
2. Каким еще образом действующее регулирование может быть адаптировано к применению соглашений об ограничении продажи (обременении) акций?

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1

СТРУКТУРА РЕЗЮМЕ ПРОСПЕКТА ЦЕННЫХ БУМАГ

1	Информация об эмитенте ценных бумаг
1.1	Наименование, организационно-правовая форма, местонахождение
1.2	ОГРН и ИНН эмитента
1.3	Основные виды деятельности
1.4	Описание рынка, географии осуществления финансово-хозяйственной деятельности эмитента, место (доля) компании на рынке
1.5	Краткое описание основных продуктов/услуг с указанием примерной доли в бизнесе
1.6	Стратегические преимущества
1.7	Стратегические планы компании и перспективы развития, включая оценку и прогноз прибыли, иных прогнозных показателей
1.8	Основные факторы, влияющие на возможность реализации стратегии
1.9	Дивидендная политика
1.10	Структура акционеров с указанием крупнейших акционеров и количества (доли) принадлежащих им акций (до и после публичного размещения)
2	Ключевая финансовая информация: финансовые показатели за последние 3 завершённых отчетных года, предшествующих дате утверждения проспекта ценных бумаг, сопровождаемые сравнительными данными за тот же период предыдущего отчетного года
2.1	Показатели основных статей доходов, выручки, основных статей расходов, операционный доход, прибыль до вычета расходов по выплате процентов, налогов, износа основных средств и амортизации нематериальных активов (EBITDA), чистый долг, свободный денежный поток, чистая прибыль (убыток) и иное
2.2	Показатели основных активов, капитала, обязательств (текущих, долгосрочных)
2.3	Показатели отчета о движении денежных средств
3	Сведения о ключевых рисках, связанных с эмитентом и приобретением ценных бумаг
4	Информация о размещаемых ценных бумагах
4.1	Тип, серия (при наличии), иные идентификационные признаки ценных бумаг
4.2	Права, закрепленные ценными бумагами
4.3	Номинальная стоимость каждой ценной бумаги
5	Информация о публичном размещении
5.1	Количество размещаемых ценных бумаг
5.2	Способ и сроки публичного размещения
5.3	Цена акции или порядок ее определения
5.4	Наличие преимущественного права приобретения размещаемых ценных бумаг
5.5	Цели проведения публичного размещения, направления использования денежных средств
5.6	Предполагаемая чистая сумма поступлений от публичного размещения
5.7	Оценка общих затрат на публичное размещение
5.8	Наименования организаторов размещения (андеррайтеров), основные условия соглашения об андеррайтинге

Приложение 2

ПРЕДЛАГАЕМАЯ СТРУКТУРА ГОДОВОГО ОТЧЕТА

Элемент структуры	Краткое описание
Общая информация о компании	<ul style="list-style-type: none"> • организационная структура компании; • описание деятельности; • основные продукты и услуги; • структура акционерного капитала
Стратегический отчет	<ul style="list-style-type: none"> • обзор внешней среды, бизнес-модель; • стратегия развития общества, в том числе стратегические цели и приоритетные направления деятельности общества, основные мероприятия стратегии развития общества, планируемые сроки реализации; • информация об изменениях в стратегии развития общества по сравнению с предыдущим годом (в случае наличия), в том числе описание изменений основных целей и задач; причины изменений; • ключевые события и итоги реализации стратегии в отчетном году; • основные риски и возможности и их изменение в отчетный период; • операционные и финансовые показатели; • инвестиционная деятельность
Корпоративное управление	<ul style="list-style-type: none"> • описание системы корпоративного управления; • совет директоров; • комитеты совета директоров; • исполнительные органы управления; • сведения о вознаграждении членов органов управления и контроля, а также иных ключевых руководящих работников; • внутренний аудит; • система управления рисками и внутреннего контроля, система комплаенс; • взаимодействие с акционерами и инвесторами; • дивидендная политика; • отчет о соблюдении принципов и рекомендаций Кодекса корпоративного управления
Устойчивое развитие (опционально)	<ul style="list-style-type: none"> • информация о стратегии устойчивого развития; • сведения о корпоративном управлении в части управления устойчивым развитием; • краткое описание бизнес-модели в контексте устойчивого развития; • описание политики и процедур, связанных с влиянием деятельности на окружающую среду, социальную сферу и экономику с учетом ESG-факторов в деятельности; • описание результатов реализации указанных политики и процедур; • описание основных рисков и возможностей, связанных с ESG-факторами, а также подходов к управлению этими рисками и возможностями; • ключевые нефинансовые показатели деятельности, соответствующие специфике бизнеса

Приложение 3

ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО СОДЕРЖАНИЮ АНАЛИТИЧЕСКИХ ОТЧЕТОВ

1	Информация о создании компании и развитии бизнеса, условиях функционирования эмитента
2	Общая информация о деятельности эмитента, информация о выпускаемой продукции (товарах) и (или) выполняемых работах, оказываемых услугах
3	Результаты финансово-хозяйственной деятельности эмитента за предыдущий репрезентативный период
4	Анализ отрасли деятельности эмитента – могут использоваться отчеты независимых отраслевых экспертов с выдержками информации из таких отчетов (обязательными ссылками на такие отчеты)
5	Данные, устанавливающие прогнозные величины основных показателей, влияющих на стоимость компании
6	Обоснование выбора методов оценки и распределения весов каждого метода при расчете итоговой стоимости компании
7	Описание прогнозной модели и применяемых показателей
8	Обоснование применения метода сравнительного анализа (при наличии такого метода)
9	Допущения, закладываемые в оценку, а также методические ограничения (недостатки) применяемого метода или модели
10	Итоговая оценка справедливой стоимости акционерного капитала компании