

**Комментарии Национальной ассоциации участников фондового рынка к докладу для общественных консультаций Банка России «Информационная прозрачность на рынке ценных бумаг: эмитенты и условия первичного размещения их акций»**

НАУФОР считает важным публичное обсуждение подходов к регулированию первичных публичных размещений акций (далее – IPO) в целях повышения информационной прозрачности и стимулирования инвестиционного спроса и предлагает свои комментарии по вопросам, сформулированным в докладе Банка России «Информационная прозрачность на рынке ценных бумаг: эмитенты и условия первичного размещения их акций» (далее – Доклад).

**Комментарии к вопросам для обсуждения главы 1.1 Доклада «Адаптация информации под розничного инвестора»**

1. Поддерживаете ли вы представленный подход к изменению требований к структуре и содержанию резюме проспекта ценных бумаг?

НАУФОР поддерживает предложение об адаптации изложения информации в резюме проспекта под розничного инвестора. В целом, это вытекает из подхода закона «О рынке ценных бумаг», предусматривающего требование об изложении языком, понятным для лиц, не являющихся квалифицированными инвесторами, только для введения (резюме проспекта ценных бумаг)<sup>1</sup>. Данный подход предполагает обсуждение целесообразности включения резюме в проспекты ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

На наш взгляд резюме проспекта не должно становиться кратким изложением его основной части, избавляя от ознакомления с основной частью, а должно содержать только некоторые из данных, более полно раскрытых в основной части, воспринимаясь как

---

<sup>1</sup> П. 4 статьи 22

введение к проспекту и предполагать изучение его основной части<sup>2</sup>. С учетом этого, а также того, что розничные инвесторы, которые могут ограничиться изучением более доступного им для восприятия резюме и не учесть всех важных обстоятельств, изложенных в основной части, НАУФОР не поддерживает предложение включать в состав резюме проспекта стратегические преимущества, стратегические планы компании и перспективы развития, а также оценку и прогноз прибыли, а также иные прогнозные показатели (см. также комментарий к вопросу 1 главы 1.2 Доклада).

НАУФОР также возражает против включения в резюме чистой суммы поступлений от публичного размещения и общих затрат на публичное размещение, поскольку они не могут быть точно спрогнозированы на этапе составления и регистрации проспекта, а также зависят от цены размещения, для которой на момент регистрации проспекта может быть установлен только порядок определения<sup>3</sup>, и доли размещенных ценных бумаг. При этом возможно указание порядка определения таких данных или минимального значения для поступления от публичного размещения или максимального значения для затрат на публичное размещение.

Указание в резюме проспекта наименований организаторов размещения, по нашему мнению, является правильной мерой обеспечения репутационной ответственности организаторов размещения, однако, учитывая практику иностранных санкций на российские финансовые организации, это может привести к введению санкций на новые финансовые организации, а также их распространение на эмитентов, пользующихся услугами финансовых организаций, уже подвергшихся санкциям, и поэтому может быть введено позднее.

Включение в состав резюме проспекта основных условий соглашения об андеррайтинге представляется излишним, поскольку они не влияют на инвестиционное решение, для которого будет достаточно информации о порядке определения суммы общих расходов на публичное размещение.

2. Какие дополнительные меры, с вашей точки зрения, необходимы для того, чтобы резюме проспекта отвечало нуждам инвесторов?

<sup>2</sup> П.п. 1 и 2 статьи 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

<sup>3</sup> В том числе путем указания на то, что она будет определена уполномоченным органом эмитента (см. П. 8.3.3 Положения Банка России от 27.03.2020 N 714-П (ред. от 30.09.2022) "О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг" (Зарегистрировано в Минюсте России 24.04.2020 N 58203)

НАУФОР предлагает предусмотреть описание в резюме (а также в основной части проспекта) принципов распределения размещаемых ценных бумаг (см. комментарий к вопросу главы 2.3 Доклада), либо указание, что принципы распределения будут раскрыты позднее – в сообщении о существенных фактах.

### **Комментарии к вопросам для обсуждения главы 1.2 Доклада «Прогнозные показатели деятельности эмитента»**

1. Являются ли инициативы по расширению практики раскрытия прогнозов деятельности эмитентов в проспекте ценных бумаг и отчетах эмитентов необходимыми для принятия обоснованных инвестиционных решений?

НАУФОР не считает правильным введение требования о раскрытии прогнозных показателей в проспекте. Ключевой для инвестиционного решения является раскрываемая в проспекте информация о стратегических планах эмитента<sup>4</sup>, перспективы которых должен оценивать каждый инвестор. Такой информации с учетом прочей информации, раскрываемой в проспекте, должно быть достаточно, хотя собственные прогнозы эмитента и не должны быть запрещены.

НАУФОР согласна с существованием проблемы асимметрии доступности прогнозной информации. В ряде случаев эмитенты и организаторы размещения включают прогноз менеджмента компании, а организаторы размещения – также собственные прогнозы в презентационные материалы, предоставляемые крупным институциональным инвесторам и узкому кругу аналитиков, что создает неравные условия доступа инвесторов к такой информации. Для решения проблемы асимметрии информации НАУФОР предлагает установить запрет на предоставление иной прогнозной информации, чем содержащаяся в проспекте или раскрыта в форме сообщения о существенном факте. При этом и для включения прогнозов в проспект, и в сообщение о существенном факте, должны быть установлены правила как именно это должно делаться (в том числе, указание значимых факторов, сопоставимость, допущения, специальные предупреждения для инвесторов).

В любом случае, по нашему мнению, при проведении IPO следует запретить

---

<sup>4</sup> П. 2.7 Положения Банка России от 27.03.2020 N 714-П (ред. от 30.09.2022) "О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг" (Зарегистрировано в Минюсте России 24.04.2020 N 58203)

раскрывать, делать публичной или предоставлять отдельным инвесторам прогнозную информацию, непосредственно влияющую на ожидание доходности инвестиций, такую как прогноз капитализации или цены акции, вероятность выплат или величину дивидендов и другую аналогичную информацию.

2. Какие потенциальные проблемы вы видите при реализации предложений в части прогнозов?

Требование об обязательном раскрытии эмитентом прогнозных показателей может привести к введению инвесторов, в первую очередь розничных, которые не обладают необходимыми для ее оценки знаниями и могут относиться к ней недостаточно критично, в заблуждение. Инвесторы могут начать ориентироваться в первую очередь на прогнозы, недооценивая другую важную и более объективную информацию, содержащуюся в проспекте.

Ответственность за недостижение прогнозных показателей представляет собой большую сложность и мы согласны с мнением Консультационного доклада, что лица, подписавшие проспект, не должны нести риск нереализации прогноза, а значит, ответственность за это. С одной стороны, возникает высокий риск того, что прогнозы будут делаться недостаточно качественно, сделанные разными эмитентами прогнозы будут мало сравнимы, а эмитенты, находящиеся в затруднительном положении или не дорожащие своей репутацией, будут давать более позитивные прогнозы, чем следует, а также, чем более ответственные эмитенты. С другой стороны, сложность привлечения к ответственности за прогнозы ее вовсе не исключает, поэтому, существует риск формального соблюдения требования о раскрытии таких прогнозов, имитации такого соблюдения, обесценивающий их роль.

3. Какие дополнительные прогнозные показатели, по вашему мнению, необходимо раскрывать?

У НАУФОР нет предложений.

**Комментарии к вопросам для обсуждения главы 1.3 Доклада «Переход на принципы подготовки годового отчета»**

1. Поддерживаете ли вы установление рамочных требований к структуре годового

отчета акционерного общества?

НАУФОР поддерживает повышение информационной открытости эмитентов и не возражает против установления рамочных требований к структуре годового отчета акционерного общества.

2. Что, на ваш взгляд, должно войти в типовую структуру годового отчета?

Предлагаемая в Докладе структура годового отчета (приложение № 2 к Докладу) не вызывает возражений. При этом важным является предусмотреть право эмитента самостоятельно определять логику расположения обязательных компонентов в документе и добавлять любую иную необходимую с его точки зрения информацию.

### **Комментарии к вопросам для обсуждения главы 2.1 Доклада «Статус организатора размещения»**

1. Считаете ли вы обоснованными предложения по определению статуса организаторов размещений?

В соответствии с законом «О рынке ценных бумаг»<sup>5</sup> брокерской деятельностью признается деятельность по исполнению поручения клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении<sup>6</sup>) на совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами на основании возмездных договоров с клиентом. Данная функция, по нашему мнению, может рассматриваться как основа статуса организатора размещения, а все другие услуги, главным образом консультационные, - как непосредственно связанные с ней<sup>7</sup>. На практике именно брокеры оказывают все связанные с размещением (первичным публичным предложением) услуги. В связи с этим, деятельность организатора размещений, целесообразно регулировать как брокерскую деятельность при исполнении поручений эмитента при первичном публичном размещении

<sup>5</sup> П. 1 статьи 3 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»

<sup>6</sup> По аналогии предлагается рассматривать случаи первичного публичного предложения акций акционерами.

<sup>7</sup> Подобный подход уже имеет отражение в нормативных правовых актах. Так, Постановлением Правительства РФ от 31.08.2013 № 761<sup>7</sup> для целей налогообложения утвержден перечень услуг брокера, непосредственно связанных с услугами, которые оказываются брокером в рамках лицензируемой деятельности, в который помимо прочего входят «услуги по организации выпуска, размещения (предложения) ценных бумаг, включая консультационные услуги, а также услуги, связанные с приобретением брокером за свой счет размещаемых (предлагаемых) ценных бумаг».

или, при первичном публичном предложении акций акционеров, а также как оказание брокерами отдельных видов услуг, связанных с организацией такого размещения и предложения.

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?

Введение статуса «организатор размещения» носит юридико-технический характер и целесообразно при необходимости специального регулирования одной из брокерских услуг – исполнения поручения эмитента при размещении ценных бумаг (акционеров при первичном публичном предложении) и услуг, связанных с ней, и, таким образом, зависит от решения о вопросе о необходимости такого регулирования (см. комментарий к вопросу 1 главы 2.1 Доклада).

НАУФОР возражает против содержащегося в Докладе предложения установить солидарную или субсидиарную ответственность организатора размещения наряду с эмитентом акций за содержание проспекта. Несмотря на то, что организаторы размещения, как правило, изучают деятельность будущего эмитента и консультируют его по вопросам составления и регистрации проспекта, они не имеют возможности оценить все детали хозяйственной деятельности, инвентаризировать запасы, учесть влияние всех факторов на текущую деятельность эмитента. Кроме того, как уже говорилось выше, ключевой функцией организатора размещения является выполнение поручения эмитента (акционеров) о размещении (продаже) ценных бумаг, что может не предполагать его участие в составлении проспекта, вообще.

Помимо сказанного, возложение на организаторов размещения ответственности за содержание проспекта потребует от них резервирования средств в объеме стоимости проводимого размещения акций (на случай предъявления инвесторами исковых требований), что не представляется возможным для участников рынка – как кредитных, так и некредитных финансовых организаций.

Все эти обстоятельства приведут к отказу брокеров от оказания услуг по первичному публичному размещению и предложению<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Примером негативных последствий подобного решения может выступать регулирование деятельности финансовых консультантов. После возложения на них ответственности за достоверность и полноту информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг (пункт 2 статьи 22.1 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»), оказание данных услуг на рынке прекратилось.

Ответственность организатора размещения, по нашему мнению, должна заключаться в гражданско-правовой ответственности перед эмитентом за неисполнение или ненадлежащее исполнения условий договора с ним, в административной ответственности перед Банком России, дисциплинарной ответственности перед саморегулируемой организацией за нарушение требований к оказанию соответствующих услуг, установленных нормативными актами и стандартами, а также в репутационной ответственности перед инвесторами за общее качество организации и проведения IPO, удовлетворение ожиданий инвесторов от приобретения и владения акциями данного эмитента.

3. Какой подход к регулированию организаторов размещений представляется вам наиболее оптимальным – нормативное регулирование или саморегулирование?

Наиболее важные и общие правила размещения уже установлены в нормативных актах и в стандартах, в том числе, правила предложения финансовых инструментов. НАУФОР считает наиболее оптимальным установление дополнительных правил оказания брокерами отдельных видов услуг эмитентам, связанных с организацией размещения акций (продажи акций при первичном публичном предложении), на уровне нормативных актов и обязательных для соблюдения базовых, а также внутренних стандартов НАУФОР.

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?

Стандартизация документации, связанной с проведением IPO, за пределами требований, устанавливаемых законодательством и нормативными актами к составу и структуре эмиссионных документов, бухгалтерской отчетности и аудиторского заключения, нецелесообразна по причине уникальности соответствующих сделок и их структурирования.

5. Какую документацию, с вашей точки зрения, целесообразно стандартизировать?

См. комментарий к вопросу 4 главы 2.1 Доклада.

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)?

См. комментарий к вопросу 4 главы 2.1 Доклада.

### **Комментарии к вопросам для обсуждения главы 2.2 Доклада «Объективная оценка справедливой стоимости эмитента»**

1. Насколько эффективным вы считаете предложение по обязательному раскрытию при IPO аналитических отчетов, содержащих оценку справедливой стоимости компаний?

НАУФОР считает нецелесообразным введение требования об обязательном раскрытии при IPO аналитических отчетов независимых аналитиков. Публикация аналитических отчетов является «лучшей практикой» организации размещений, которая должна опираться на заинтересованность участников рынка в удовлетворении интереса инвесторов к участию в таких размещениях, но не должна быть обязательной.

Введение требования о наличии двух независимых аналитических отчетов приведет скорее всего к его формальному исполнению с незначительной или отрицательной ценностью для инвесторов, в условиях конфликта интересов при подготовке таких отчетов, в любом случае к повышению издержек, связанных с размещением ценных бумаг. Данные отчеты могут вводить в заблуждение неквалифицированных инвесторов, которые, положившись на них, не смогут использовать или проигнорируют использовать альтернативные источники информации и важные данные.

2. Поддерживаете ли вы установление типовой структуры аналитического отчета?

НАУФОР не поддерживает введение требования об обязательном раскрытии при проведении IPO аналитических отчетов (подробнее – см. комментарий к вопросу 1 главы 2.2 Доклада).

3. К каким рискам, по вашему мнению, может привести установление требований о раскрытии аналитических отчетов при IPO?

См. комментарий к вопросу 1 главы 2.2 Доклада.

4. Есть ли у вас предложения по обеспечению качества аналитических отчетов?

По нашему мнению, качество аналитического отчета, раскрываемого по инициативе эмитента при проведении IPO, должно обеспечиваться репутационной ответственностью подготовившего его аналитика.

5. Кто, с вашей точки зрения, может осуществлять подготовку обязательных аналитических отчетов?

НАУФОР не поддерживает введение требования об обязательном раскрытии при проведении IPO аналитических отчетов (см. комментарий к вопросу 1 главы 2.2 Доклада).

### **Комментарии к вопросу для обсуждения главы 2.3 Доклада «Прозрачное распределение акций среди инвесторов»**

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

НАУФОР поддерживает предложение об обязательном раскрытии эмитентом в форме сообщения о существенном факте информации о фактическом распределении акций (аллокации) среди различных групп (категорий) инвесторов по итогам состоявшегося размещения, включая сведения о примененных подходах к распределению акций. Это повысит информационную прозрачность и укрепит доверие инвесторов к финансовому рынку.

### **Комментарии к вопросам для обсуждения главы 2.4 Доклада «Прозрачность стабилизации цены после первичного размещения»**

1. Поддерживаете ли вы инициативу по закреплению требования о раскрытии информации о механизмах стабилизации?

НАУФОР поддерживает предложение об обязательном раскрытии информации о механизмах стабилизации, поскольку указанная информация является важной для принятия инвестиционного решения. Вместе с тем, принимая во внимание, что проспект ценных бумаг может быть зарегистрирован ранее принятия решения об окончательном

механизме размещения, указанную информацию целесообразно раскрывать не в проспекте, а в форме сообщения о существенных фактах.

2. Какую дополнительную информацию о механизмах стабилизации вы считаете полезной для инвесторов?

Предложенный в Докладе состав информации о механизмах стабилизации, включающий в себя сведения о размере стабилизационного пакета, периоде (сроках начала и окончания) стабилизации, сведения о лицах, которые станут конечными владельцами выкупленных в период стабилизации акций, о правовом оформлении отношений со стабилизационным агентом, а также описание инструментов стабилизации, представляется оптимальным.

### **Комментарии к вопросам для обсуждения главы 2.5 Доклада «Соглашение об ограничении продажи (обременении) акций»**

1. Какую дополнительную информацию о соглашениях об ограничении продажи (обременении) акций вы предложили бы закрепить в регулировании?

НАУФОР поддерживает предложение раскрывать информацию о соглашениях, ограничивающих продажу (обременение) акций действующими акционерами. Предложенный в Докладе перечень разрываемой информации представляется достаточным, а саму информацию предлагаем раскрывать не в проспекте, а в сообщении о существенных фактах.

2. Каким еще образом действующее регулирование может быть адаптировано к применению соглашений об ограничении продажи (обременении) акций?

Действующее регулирование представляется оптимальным для российской правовой системы.