



Банк России



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

Отчет об итогах публичного обсуждения доклада
для общественных консультаций

Москва
2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	2
Ключевые направления регулирования.....	3
1. Раскрытие информации публичным акционерным обществом.....	6
1.1. Адаптация информации в резюме проспекта ценных бумаг под потребности инвесторов.....	6
1.2. Прогнозные показатели деятельности эмитента.....	7
2. Прозрачность условий первичного публичного размещения акций.....	9
2.1. Подтверждение достоверности информации об эмитенте и условиях сделки.....	9
2.2. Объективная оценка справедливой стоимости.....	11
2.3. Прозрачное распределение акций среди инвесторов.....	13
2.4. Раскрытие механизма стабилизации цены акций после первичного размещения.....	14
2.5. Раскрытие информации об ограничении отчуждения (обременения) акций.....	15
2.6. Разработка модельной (типовой) документации, необходимой при проведении IPO.....	16
Приложения	17
Приложение 1.....	17
Приложение 2.....	29
Приложение 3.....	30
Приложение 4.....	32

Материал подготовлен Департаментом корпоративных отношений.

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 ответ на информационную асимметрию между институциональными и розничными инвесторами на рынке акционерного капитала и дефицит качественной информации для инвесторов при публичных размещениях акций, а также для повышения прозрачности ценообразования на акции впервые выходящих на рынок капитала компаний Банк России в январе 2025 г. опубликовал доклад для общественных консультаций [«Информационная прозрачность на рынке ценных бумаг: эмитенты и условия первичного размещения их акций»](#) (далее – Доклад).

Цель Доклада – обсуждение с участниками финансового рынка предложений, направленных на повышение качества и прозрачности публичных размещений акций. Эти инициативы были подготовлены на основе анализа российской практики публичных размещений акций (IPO, Initial Public Offering) и международных подходов к проведению IPO.

По Докладу поступило почти 350 комментариев от участников рынка – эмитентов, институциональных и розничных инвесторов, профессиональных участников рынка ценных бумаг, аудиторских организаций, юридических компаний, саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка (СРО), ассоциаций, объединяющих розничных инвесторов, научно-исследовательского института и общественной организации (далее – участники рынка или респонденты). Выдвинутые предложения обсуждались на площадках Аналитического центра «Форум», ПАО Московская Биржа, в рамках конференций и форумов.

Большинство респондентов поддержали основные инициативы Банка России. Участники рынка согласились с необходимостью адаптировать проспект ценных бумаг под нужды инвесторов, раскрывать информацию о подходах и принципах аллокации до начала публичного размещения, о фактическом распределении акций по его итогам, сведения об ограничении отчуждения (обременения) акций и о механизме стабилизации цены акций после IPO. А также подтвердили целесообразность определения ключевых элементов структуры годового отчета акционерного общества, чтобы повысить его информационную ценность.

Самыми дискуссионными стали предложения Банка России по раскрытию прогнозов деятельности эмитента, наличию независимых аналитических отчетов об оценке справедливой стоимости компании при выходе на IPO, необходимости проверки и подтверждения достоверности и полноты информации в проспекте ценных бумаг и его подписания организаторами размещений. Это еще раз подтверждает актуальность этих вопросов и целесообразность выработки единого подхода.

Резюме предложений респондентов по приведенным в Докладе инициативам и комментарии Банка России к ним представлены в Приложении 1.

Завершая этап общественного обсуждения, Банк России подтверждает необходимость регуляторных решений для стимулирования долгосрочного инвестирования в акции российских компаний и сохранения уровня доверия и защиты инвесторов на рынке капитала.

Отчет содержит **итоговые предложения Банка России по изменению регулирования публичных размещений акций** с учетом проведенных консультаций с участниками рынка. На их основе Банк России планирует до конца 2025 г. подготовить соответствующие изменения в действующее регулирование.

КЛЮЧЕВЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ

С учетом результатов общественных консультаций Банк России определил следующие ключевые направления изменений в регулировании.

1. Адаптация структуры и содержания резюме проспекта ценных бумаг под потребности инвесторов

Планируется трансформировать резюме в краткий документ, содержащий основную информацию о результатах деятельности, перспективах и стратегии развития эмитента, ключевых рисках, условиях публичного размещения и иную значимую для первичной оценки инвестиционного предложения эмитента информацию, с учетом профиля главного читателя – неквалифицированного инвестора.

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

Инвестиционные решения зависят от будущего эмитента, его стратегии, планов или прогнозов по достижению ключевых финансовых и операционных показателей. Расширение практики раскрытия эмитентами прогнозных финансовых показателей в проспекте ценных бумаг (отчете эмитента, годовом отчете) и установление минимальных требований к их представлению позволят инвесторам лучше понять перспективы деятельности эмитента и повысить уровень защиты инвесторов от недобросовестности при раскрытии информации о деятельности эмитентов.

Планируется определить, что при распространении эмитентом информации (в том числе в маркетинговых материалах), содержащей прогнозные финансовые и операционные показатели, она должна соответствовать показателям, включенным в проспект ценных бумаг. При этом можно будет корректировать такие прогнозы в отчете эмитента, годовом отчете акционерного общества.

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

Для повышения информационной ценности годового отчета акционерного общества Банк России предлагал установить ключевые компоненты его структуры и содержания, предоставив право эмитенту самостоятельно определять логику расположения обязательных компонентов и добавлять необходимую с его точки зрения информацию. По результатам дополнительного рассмотрения было определено, что такие инициативы следует рассматривать в более широком контексте оптимизации периодической отчетности эмитентов.

Итоговые предложения в отношении годовых отчетов и иные инициативы Банка России представлены широкой общественности в консультационном докладе [«Об оптимизации форм раскрытия периодической информации»](#).

4. Повышение уровня достоверности информации в проспекте ценных бумаг

Для включения в некотировальную часть списка ценных бумаг планируется установить требование, согласно которому эмитент будет привлекать профессионального участника рынка ценных бумаг, оказывающего услуги по подготовке проспекта ценных бумаг и (или) размещению

эмиссионных ценных бумаг, для подтверждения достоверности и полноты информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, и его подписания. Ответственность лица, подписавшего проспект ценных бумаг, за недостоверную, неполную и (или) вводящую в заблуждение информацию должна стать дополнительной гарантией качества подготовки эмиссионной документации.

5. Раскрытие не менее двух независимых аналитических отчетов, содержащих оценки справедливой стоимости компании, для проведения IPO

Планируется установить в качестве условия для листинга акций обязанность выходящего на IPO эмитента по раскрытию не менее двух независимых аналитических отчетов, содержащих оценки справедливой (рыночной) стоимости компании. Определение требований к кругу лиц, осуществляющих подготовку таких аналитических отчетов, к обеспечению их независимости и управлению конфликтом интересов, квалификационных требований к аналитикам позволят получить необходимый уровень качества при подготовке аналитических отчетов, следовательно, повысить степень доверия инвесторов к независимой аналитике.

Комплекс мер будет реализован с целью предоставления инвесторам, в первую очередь розничным, информации на основе финансово-экономического анализа деятельности и перспектив развития эмитентов для возможности оценки обоснованности установления цены акций при публичном размещении.

6. Определение ключевых требований к содержанию аналитического отчета и его подготовке

Предлагается установить минимальные требования к аналитическим отчетам, содержащим оценку справедливой (рыночной) стоимости компании, что повысит их прозрачность, обеспечит детальное описание расчетов и применяемых моделей при оценке стоимости компании, сопоставимость результатов. Одновременно будет сохранена гибкость при подготовке аналитических отчетов с учетом специфики эмитента и условий публичного размещения.

7. Раскрытие эмитентом информации о плановом и фактическом распределении акций при подаче заявок на участие в публичном размещении

Введение в регулирование 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 устранение практики увеличения количества заявок на участие в публичном размещении от одного инвестора и повышение уровня определенности при планировании инвесторами участия в IPO.

8. Раскрытие эмитентом информации о механизме стабилизации цены акций после IPO

Планируется установить требование по включению в проспект ценных бумаг описания механизма стабилизации и его условий, а также по раскрытию эмитентом ее результатов (окончательных данных об объемах выкупленных/перераспределенных акций) после этапа стабилизации.

Это позволит инвесторам сформировать представление о возможностях механизма стабилизации для снижения волатильности акций после публичного размещения, а также получить информацию об объемах выкупленных/перераспределенных после стабилизации акций для оценки структуры акционерного капитала и доли акций в свободном обращении.

9. Раскрытие эмитентом информации об ограничении отчуждения (обременения) акций

Предложенная ранее инициатива Банка России будет закреплена в регулировании как обязанность эмитента раскрывать информацию в проспекте ценных бумаг или в форме сообщения о существенном факте об установлении ограничений отчуждения (обременения) акций (lock-up¹), а также о нарушении принятых обязательств и принятых решениях о снятии ограничений на сделки с акциями.

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

Банк России полагает целесообразным инициировать совместную с участниками рынка и СРО работу по стандартизации документации, регламентирующей отдельные процессы в рамках проведения IPO, и выработке рекомендаций по внедрению лучших практик на рынке публичных размещений. Первоочередными для такой стандартизации могут стать условия ограничений отчуждения (обременения) акций, механизмов стабилизации.

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 после публичного размещения.

1. РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ ПУБЛИЧНЫМ АКЦИОНЕРНЫМ ОБЩЕСТВОМ

1.1. Адаптация информации в резюме проспекта ценных бумаг под потребности инвесторов

Предложенное решение в Докладе

Предлагаемое обновление структуры и содержания резюме проспекта ценных бумаг должно учитывать профиль читателя, в том числе неквалифицированного инвестора. Следует добавить в резюме ключевую финансовую информацию в сравнении с данными за аналогичные предыдущие периоды, сведения о стратегии и перспективах развития эмитента. Резюме должно быть кратким (не более семи страниц), изложенным понятным языком.

Мнения участников рынка

Большинство респондентов, в первую очередь ассоциации, представляющие интересы розничных инвесторов, **поддержали инициативы** Банка России, а также предложили дополнить проспект ценных бумаг и его резюме, в частности, информацией о долгосрочной программе мотивации менеджмента компании. Некоторые участники рынка высказывались за удлинение в резюме горизонта раскрытия финансовых показателей эмитента с 3 до 5 лет, так как в предложенный регулятором период в полной мере оценить динамику финансовых и иных показателей компании не представляется возможным.

Отдельные респонденты предлагали исключить часть разделов резюме (закрепленные ценными бумагами права; номинальная стоимость акции; сведения о цене акции). Ряд участников рынка не поддержали раскрытия в проспекте ценных бумаг информации об организаторах размещений и услугах, оказываемых ими эмитенту, по причине возможных санкционных рисков для эмитентов при введении в отношении организатора размещения санкций.

Что касается объема резюме, ряд участников рынка предлагали увеличить его, учитывая специфику деятельности эмитента.

Направления изменения регулирования

Принимая во внимание усиление роли участия в публичных размещениях розничных инвесторов и важность наличия доступной, содержательной информации, необходимой для оценки рисков инвестиций в акции, по итогам обсуждения с участниками рынка Банк России предлагает установить требования к структуре и содержанию резюме проспекта ценных бумаг.

Важными компонентами резюме должны стать следующие данные:

- ключевые финансовые показатели в динамике за предыдущие периоды;
- сведения о стратегии развития эмитента и факторы, влияющие на ее реализацию.

Резюме должно представлять собой краткий документ (не более семи страниц).

Структура резюме представлена в Приложении 2.

1.2. Прогнозные показатели деятельности эмитента

Предложенное решение в Докладе

Предлагалось ввести требование о раскрытии эмитентами, акции которых находятся в публичном обращении, прогнозных финансовых показателей в юридически значимых документах, в частности в проспекте ценных бумаг (отчете эмитента, годовом отчете). Установить перечень обязательных для раскрытия прогнозных показателей – выручка, чистая прибыль (убыток), чистая прибыль (убыток) на акцию, рентабельность капитала.

Мнения участников рынка

Инициативы, касающиеся расширения раскрытия эмитентами прогнозных показателей, вызвали **полемику участников рынка. Одни поддержали необходимость консолидации** прогнозных показателей в проспекте ценных бумаг. Респонденты подтвердили наличие на рынке практик включения прогнозов операционных и финансовых показателей, а также оценок перспектив развития эмитента в презентации и иные маркетинговые материалы. Формализация требований к раскрытию таких показателей в проспекте ценных бумаг (отчете эмитента, годовом отчете), по их мнению, поможет снизить риски представления недостоверной информации инвесторам, позволит им принимать более качественные инвестиционные решения.

Другие участники рынка выступали против обязательного раскрытия таких прогнозов, полагая, что отсутствие прогнозов в проспекте ценных бумаг – защитный механизм как для эмитентов (от правовых рисков), так и для инвесторов (от потенциально необъективной информации). По их оценке, проспект ценных бумаг должен содержать информацию о результатах прошлой и текущей деятельности эмитентов для самостоятельного принятия инвесторами взвешенных инвестиционных решений.

Ряд респондентов предлагали основываться на добровольном включении эмитентами прогнозов в проспект ценных бумаг и иные юридически значимые сообщения с одновременным установлением обязанности эмитента своевременно обновлять прогнозы, если они были включены в проспект ценных бумаг.

Направления изменения регулирования

Банк России отмечает, что **анализ практики публичных размещений** свидетельствует о преобладании краткосрочной стратегии инвестирования. Первоначальные инвесторы не стремятся увеличивать свою долю участия в капитале компаний после IPO, интерес к акциям снижается в течение первых 30 торговых дней после публичного размещения. Отчасти это следствие уровня неопределенности внешних условий на рынке капитала, но без приоритизации долгосрочных финансовых результатов в инвестировании сложно говорить об устойчивом росте рынка.

По мнению регулятора, 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.

Банк России продолжает придерживаться мнения о важности доступности для инвесторов при публичных размещениях акций оценок (прогнозов) развития компаний на средне- и долгосрочной перспективе и необходимости их раскрытия.

С учетом указанного Банк России полагает необходимым:

- эмитентам при выходе на IPO раскрывать прогнозные показатели деятельности в проспекте ценных бумаг, включающие оценки выручки, чистой прибыли (убытка), чистой прибыли (убытка) на акцию, рентабельности капитала, рентабельности по EBITDA (опционально). Иные показатели эмитент может раскрывать по своему усмотрению с описанием методики их расчета;
- установить следующие требования раскрытия прогнозов эмитентами:
 - в качестве периода прогноза предлагается установить календарный год, на более долгосрочную перспективу эмитент может раскрывать прогнозы по собственному усмотрению;
 - при публикации прогнозных показателей эмитент должен раскрывать горизонт прогноза и метод прогнозирования;
 - эмитенту рекомендуется публиковать диапазон возможных значений или минимальную (максимальную) границу возможного значения прогнозного показателя;
 - прогноз должен сопровождаться заявлением с изложением основных предположений, на которых эмитент основывал свой прогноз;
 - должно обеспечиваться четкое разграничение между предположениями о факторах, на которые органы управления компании могут или не могут повлиять;
 - прогнозные показатели на основе исторических данных необходимо сопровождать раскрытием показателей за предыдущие периоды времени;
 - для прогнозных показателей, не основанных на исторических данных, требуется приводить необходимые пояснения;
 - показатели должны быть разумными, включая ширину диапазонов, не вводить инвестора в заблуждение;
- при раскрытии эмитентом в публичном доступе любых прогнозных показателей они должны соответствовать показателям, включенным в проспект ценных бумаг (отчет эмитента, годовой отчет акционерного общества);
- обеспечить возможность корректировать прогнозные показатели, отраженные в проспекте ценных бумаг, в последующих отчетах эмитента, годовых отчетах с указанием факторов, повлиявших на их пересмотр.

2. ПРОЗРАЧНОСТЬ УСЛОВИЙ ПЕРВИЧНОГО ПУБЛИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ АКЦИЙ

2.1. Подтверждение достоверности информации об эмитенте и условиях сделки

Предложенное решение в Докладе

При выходе компании на IPO ответственность за достоверность и полноту информации в проспекте ценных бумаг должен нести организатор размещения, подписывающий его наряду с эмитентом. Дополнительно предлагалось разработать стандарты, определяющие требования к квалификации и опыту деятельности сотрудников организаторов размещений, управлению конфликтами интересов.

Мнения участников рынка

Инициативы нашли поддержку у инвестиционного сообщества, ассоциаций, представляющих интересы розничных инвесторов, у ряда эмитентов, юридических компаний и аудиторских организаций. Они полагают, что это улучшит качество публичных размещений за счет повышения уровня ответственности участников сделки.

Другие участники рынка, включая организаторов размещений, посчитали реализацию инициативы **нецелесообразной**, полагая достаточным наличие действующего регулирования для профессиональных участников рынка ценных бумаг. Звучали мнения, что введение нового регулирования повлечет за собой создание компаний с минимальным размером уставного капитала и количеством специалистов для снижения возможных рисков, а также повышение стоимости услуг организаторов размещения, обусловленной возложением на них ответственности за достоверность информации, представленной при IPO.

В качестве возможных подходов выдвигали следующие альтернативы: регулирование деятельности организаторов размещения в рамках брокерской деятельности, посредством системы саморегулирования или присвоения рейтингов организаторам размещений. Отдельные респонденты предложили рассмотреть возможность формирования Банком России списка недобросовестных организаторов размещений, чьи действия повлекли негативные последствия для инвесторов или эмитентов.

Направления изменения регулирования

Текущий этап развития рынка первичных публичных размещений характеризуется выходом компаний малой и средней капитализации, с незначительной историей развития, небольшой подготовкой к получению публичного статуса.

Привлечение профессионалов, отвечающих за достоверность и полноту всей информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, позволит повысить качество публичных размещений.

Институт спонсоров IPO

Эмитенты IPO в Гонконге в некоторых случаях должны назначить по крайней мере одного спонсора в дополнение к андеррайтерам.

Регулирование разделяет их функции и ответственность. Спонсоры оценивают кандидатов на соответствие требованиям для включения в котировальные списки и ведут работу с кандидатами на листинг на протяжении всего процесса IPO. Андеррайтеры сосредоточены на организации публичного размещения и маркетинге акций.

Основная роль спонсоров IPO в Гонконге – подтвердить, что эмитент соответствует установленным требованиям, в эмиссионных документах содержится достаточно достоверной информации для составления инвесторами мнения об акциях, финансовом положении и прибыльности эмитента.

Спонсор должен иметь лицензию консультанта по вопросам корпоративного финансирования и разрешение в рамках своей лицензии оказывать услуги в качестве спонсора. Установлены требования к сотрудникам спонсора. На спонсора, не выполнившего свои нормативные обязательства, могут наложить серьезные санкции со стороны регулирующих органов, включая привлечение к ответственности, вплоть до уголовной.

По российскому законодательству о рынке ценных бумаг лица, подписавшие проспект ценных бумаг, несут субсидиарную ответственность за убытки, причиненные владельцу ценных бумаг вследствие содержащейся в проспекте ценных бумаг и подтвержденной ими недостоверной, неполной и (или) вводящей в заблуждение информации.

Эта возможность на практике не реализуется. Вместе с тем подпись проспекта ценных бумаг профессиональным участником рынка ценных бумаг, оказывающим услуги по подготовке проспекта ценных бумаг и (или) размещению эмиссионных ценных бумаг, выступает дополнительной гарантией качества оценки деятельности эмитента и подготовки эмиссионной документации.

Банк России полагает необходимым:

- для включения в некотировальную часть списка ценных бумаг установить требование о привлечении эмитентом профессионального участника рынка ценных бумаг, оказывающего услуги по подготовке проспекта ценных бумаг и (или) размещению эмиссионных ценных бумаг, для подтверждения достоверности и полноты информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, его подписания;
- в дополнение определить следующие требования:
 - к обеспечению организационной и функциональной независимости работников, в обязанности которых входит оказание услуг по подготовке проспекта ценных бумаг и (или) размещению эмиссионных ценных бумаг, от совершения сделок с ценными бумагами за счет клиента или брокера;
 - к управлению конфликтом интересов при оказании услуг по подготовке проспекта ценных бумаг и (или) размещению эмиссионных ценных бумаг.

2.2. Объективная оценка справедливой стоимости

Предложенное решение в Докладе

Банк России выходил с инициативой установить в качестве условия для листинга акций обязанность эмитента, выходящего на IPO, раскрывать не менее двух независимых аналитических отчетов об оценке справедливой стоимости компании, а также определить:

- круг лиц, чьи отчеты будут считаться соответствующими указанным требованиям;
- требования об управлении конфликтом интересов лиц, выпускающих независимые аналитические отчеты;
- требования к содержанию аналитических отчетов.

Мнения участников рынка

Предложения Банка России по способам повышения прозрачности ценообразования при выходе компаний на IPO стали одним из самых обсуждаемых вопросов Доклада.

Половина респондентов в целом поддержали инициативу, отмечая, что на практике проводились сделки, основанные на оценках, не соответствующих действительному состоянию и перспективам развития эмитента. Наличие доступных профессиональных аналитических отчетов с оценкой справедливой (рыночной) стоимости компании поможет инвесторам в анализе инвестиционной привлекательности эмитента, понимании характера рисков инвестирования, которые они на себя принимают.

Участники рынка высказывали мнение, что, поскольку подготовка аналитического отчета в отношении нового эмитента требует независимости при оценке и участия высокопрофессиональных кадров, следует определить условия независимости и управления конфликтом интересов, а также требования к квалификации и опыту работы аналитиков. Неоднократно отмечалось, что инициатива позволит повысить ответственность аналитиков, участвующих в подготовке аналитических отчетов.

Респонденты полагали необходимым установить ключевые требования к структуре аналитического отчета без жесткого регламентирования его содержания. Аналитический отчет должен включать описание бизнеса и отрасли эмитента, стратегии и перспектив развития компании, финансовые прогнозы и ключевые риски с точки зрения аналитика, описание использованных методов и предположений. Важно раскрывать информацию о наличии (отсутствии) у организации (аналитиков) конфликта интересов.

Вторая половина участников рынка отметила возможные, на их взгляд, риски нового регулирования. Несмотря на то что публикация отчетов об оценке эмитента является лучшей практикой организации размещений, но введение требования о наличии независимых аналитических отчетов приведет, скорее всего, к его формальному исполнению с незначительной или отрицательной ценностью для инвесторов, к повышению издержек эмитентов на публичное размещение. Вместе с тем высказывалось мнение об отсутствии необходимости регулирования методов и глубины проводимого анализа и оценки.

Направления изменения регулирования

По мнению Банка России, не только институциональные, но и розничные инвесторы должны получать аналитику об оценке справедливой стоимости эмитента. Если институциональные инвесторы обладают большим объемом информации, предоставляемой им эмитентами, и собственной аналитической компетенцией, то розничный инвестор не имеет таких возможностей. Частным инвесторам в рамках IPO нередко доступны лишь аналитические отчеты, которые предоставляют брокеры в рамках сбора заявок на участие в публичном размещении.

Регулятор понимает, что результат оценки справедливой стоимости, рассчитанный на базе прогнозных показателей эмитента, носит вероятностный характер и основан на экспертном мнении аналитика. Соответственно, наличие отчетов не должно заменять инвестору самостоятельного анализа эмитента при принятии решений.

Банк России не стремится к жесткому регламентированию аналитических отчетов и всецело поддерживает необходимость выражения в них независимого профессионального взгляда на инвестиционный потенциал компании, что создает качество и объективность аналитики. Выпуск рекомендаций, как предлагается респондентами, а не требований не гарантирует их обязательного соблюдения и сопоставимости результатов оценки для инвесторов. Наличие минимальных требований к содержанию аналитического отчета призвано обеспечить качество аналитики при одновременной гибкости и учете специфики эмитента.

Банк России намерен установить требования:

- к наличию и представлению эмитентом организатору торговли, а также раскрытию не менее двух отчетов, содержащих независимую оценку рыночной стоимости акций эмитента, как условия допуска ценных бумаг к обращению на организованных торгах;
- к организациям, подготовившим аналитические отчеты, в частности:
 - лицами, подготовившими отчет, могут быть профессиональные участники рынка ценных бумаг, аудиторские организации, оказывающие аудиторские услуги общественно значимым организациям на финансовом рынке;
 - организация должна обеспечить независимость от эмитентов, в отношении акций которых осуществляется подготовка аналитических отчетов, а также от подразделений организации и сотрудников, ответственных за привлечение клиентов, организацию публичного размещения, брокерских услуг;
- к квалификации сотрудников, осуществляющих подготовку отчета;
- к структуре и содержанию аналитических отчетов (см. Приложение 3).

2.3. Прозрачное распределение акций среди инвесторов

Предложенное решение в Докладе

Банк России предлагал установить требования о раскрытии информации эмитентом при выходе на IPO о планируемых подходах при распределении акций (далее – аллокация) среди различных групп (категорий) инвесторов, а также о фактическом распределении акций среди различных групп (категорий) инвесторов по итогам состоявшегося размещения.

Мнения участников рынка

Более 95% предоставивших комментарии респондентов полностью поддержали инициативу, поскольку раскрытие базовых принципов аллокации до начала сбора заявок позволит повысить информационную прозрачность на финансовом рынке, закрепить формирующиеся лучшие практики проведения публичных размещений.

Некоторые участники рынка отметили, что представление детализированных данных об аллокации до завершения сбора заявок невозможно, так как перед началом сбора заявок организаторы размещения и эмитент имеют лишь индикативный размер спроса от институциональных инвесторов и примерные оценки розничного спроса. Распределение акций осуществляется, только когда известна вся структура спроса.

Отдельные респонденты предложили уточнить объем раскрываемой информации и указывать:

- перед началом сбора заявок – верхний предел доли сотрудников и партнеров эмитента в общей аллокации; применение ограничений по количеству заявок;
- после завершения публичного размещения – минимальный и максимальный объем акций, полученных одним инвестором; принципы распределения между различными институциональными инвесторами, а также различными фондами и стратегиями (ПИФ, доверительное управление).

Направления изменения регулирования

С учетом мнений участников рынка Банк России планирует ввести в регулирование требования для эмитентов при проведении IPO о раскрытии в форме сообщения о существенном факте информации:

- до даты начала сбора заявок инвесторов на участие в публичном размещении – о подходах к распределению акций, включая сведения:
 - о предварительных долях (диапазоне долей) аллокации среди отдельных групп (категорий) инвесторов, которые известны эмитенту до начала проведения публичного размещения;
 - 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 одного инвестора через различных брокеров;
- после завершения публичного размещения – о фактической аллокации среди различных групп (категорий) инвесторов (включая сведения о примененных подходах к распределению акций) в срок не позднее 1 рабочего дня с даты завершения публичного размещения.

2.4. Раскрытие механизма стабилизации цены акций после первичного размещения

Предложенное решение в Докладе

Банк России вышел с инициативой 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 лица); описание инструментов стабилизации.

Мнения участников рынка

Все респонденты, представившие комментарии, выразили поддержку необходимости раскрытия информации о стабилизационных механизмах после завершения публичного размещения, поскольку она является важной для принятия инвестиционных решений.

По мнению части участников рынка, наиболее целесообразным подходом является раскрытие информации о механизме стабилизации в рамках существенных фактов непосредственно перед началом сбора книги заявок. Часть параметров стабилизационного механизма, как правило, определяется после регистрации проспекта ценных бумаг, что делает невозможным полное раскрытие этой информации на этапе его подготовки.

Участники рынка полагали достаточным раскрытие информации о размере стабилизационного пакета (максимальном количестве акций), периоде стабилизации и названии стабилизационного агента.

Часть респондентов предложили раскрывать сведения об объемах выкупленных/перераспределенных акций после завершения периода стабилизации, чтобы инвесторы могли оценить уровень акций в свободном обращении и окончательную структуру акционерного капитала. В качестве одного из вариантов обсуждалось поэтапное раскрытие информации: в моменты начала сбора заявок и объявления цены акций, а также завершения периода стабилизации.

Направления изменения регулирования

Исходя из практики российских первичных публичных размещений, Банк России планирует установить требование о раскрытии эмитентом информации о механизме стабилизации цены акций после завершения публичного размещения в следующем объеме и сроки:

- в проспекте ценных бумаг (в случае наличия информации у эмитента на дату утверждения проспекта ценных бумаг) или в форме сообщения о существенном факте до начала публичного размещения – размер стабилизационного пакета (максимальное количество акций); период стабилизации; наименование стабилизационного агента; описание инструментов стабилизации; ожидаемая доля акций в свободном обращении по итогу сделки без использования стабилизации и при полном ее использовании;
- в форме сообщения о существенном факте после завершения периода стабилизации – результаты стабилизации (окончательные данные об объемах выкупленных/перераспределенных акций после завершения стабилизационного периода).

2.5. Раскрытие информации об ограничении отчуждения (обременения) акций

Предложенное решение в Докладе

Банк России выдвигал следующие инициативы по установлению обязанности эмитента:

- раскрывать в проспекте ценных бумаг информацию об ограничении отчуждения (обременения) акций, основных условиях ограничений;
- раскрывать в форме сообщения о существенном факте информацию о факте установления ограничений после регистрации проспекта ценных бумаг, об основных условиях ограничений отчуждения (обременения) акций, а также о несоблюдении принятых обязательств.

Мнения участников рынка

Большинство респондентов подтвердили необходимость раскрытия такой информации, поскольку это будет способствовать лучшей дисциплине акционеров и эмитентов в части соблюдения принятых обязательств. Участники рынка отмечали, что инвесторы ожидают от эмитентов прозрачности информации о лицах и об условиях ограничений отчуждения (обременения) акций в первые месяцы после IPO.

Поступил ряд предложений по составу подлежащей раскрытию информации, в частности раскрытию состава сторон и круга (доли) акционеров, на которых распространяется ограничение; последствий неисполнения обязательств; перечень оснований для допустимого отчуждения (обременения) акций в период действия ограничений, порядок согласования отчуждения (обременения) акций.

Отдельные респонденты предлагали частично скорректировать подходы к объему и форме раскрытия информации о принятых ограничениях отчуждения (обременения) акций. Указывалось, что не требуется полного раскрытия всех условий ограничений, поскольку отдельные изъятия могут быть коммерчески чувствительной, конфиденциальной информацией. Эмитенту правильнее раскрывать информацию в форме сообщения о существенном факте, исключив обязанность указания в проспекте ценных бумаг.

Направления изменения регулирования

В целях формирования единообразия состава сведений для информирования инвесторов об ограничении отчуждения (обременения) акций Банк России планирует закрепить в регулировании обязанность эмитента раскрывать:

- информацию о намерении установить ограничения и (или) о факте их установления – в проспекте ценных бумаг;
- информацию о факте установления ограничений после регистрации проспекта ценных бумаг – в форме сообщения о существенном факте;
- информацию о нарушении принятых обязательств, а также сведений о принятых решениях о снятии ограничений на сделки с акциями, в отношении которых были установлены ограничения – в форме сообщения о существенном факте.

Перечень раскрываемых сведений представлен в Приложении 4.

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

Предложенное решение в Докладе

Банк России предлагал разработать модельную (типовую) документацию, необходимую при проведении IPO (в том числе об ограничении отчуждения (обременения) акций, договоры с организаторами размещений).

Мнения участников рынка

Чуть более половины респондентов полагали, что формирование модельных (типовых) документов для проведения IPO может быть полезно для эмитентов, в частности тех, которые не могут позволить существенные расходы на организаторов размещений и консультантов при подготовке к IPO.

Иная часть респондентов посчитали разработку модельной документации на этом этапе **преждевременной и нецелесообразной**. Они отмечали, что уникальность каждой сделки не позволит выработать унифицированный подход к документации, которая может существенно меняться в зависимости от структуры сделки, акционеров эмитента, предполагаемой структуры стабилизации и иных условий.

Большинство участников рынка предложили проводить работу по стандартизации модельной документации в рамках системы саморегулирования. Иные респонденты посчитали наиболее оптимальной разработку стандартов на базе организаторов торговли либо Банком России с привлечением участников рынка.

Одно из ключевых предложений большого числа респондентов касалось необходимости стандартизации **условий ограничения отчуждения (обременения) акций**.

Направления изменения регулирования

Банк России полагает целесообразным инициировать совместную с участниками рынка (СРО), работу по стандартизации документации, регламентирующей отдельные процессы в рамках проведения IPO, и выработке рекомендаций по имплементации наилучших практик на рынке публичных размещений.

В качестве возможных направлений для такой стандартизации с учетом мнения участников рынка могут стать условия ограничений отчуждения (обременения) акций, механизмов стабилизации, иных документов и процедур в рамках проведения публичного размещения.

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.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1

Краткое изложение отзывов участников рынка, полученных в рамках обсуждения Доклада

По итогам обсуждения Доклада поступило почти 350 комментариев и предложений от участников рынка – эмитентов, институциональных и розничных инвесторов, организаторов размещений, профессиональных участников рынка ценных бумаг, аудиторских организаций, юридических компаний, СПО, ассоциаций, объединяющих инвесторов, общественных организаций. Ниже представлены обобщенные предложения респондентов и комментарии Банка России к ним.

1. Адаптация информации в резюме проспекте ценных бумаг под потребности инвесторов

Резюме отзывов участников рынка

Большинство респондентов, в первую очередь ассоциации, представляющие интересы розничных инвесторов, поддержали внедрение практики подготовки кратких, информационно содержательных и понятных резюме проспектов ценных бумаг, что обеспечит в том числе адаптацию проспекта ценных бумаг под розничного инвестора. От участников рынка поступили предложения по трансформации проспекта и его резюме.

- **Структура резюме**

В отношении структуры высказывались разнонаправленные предложения. Часть респондентов предлагали сократить и исключить отдельные разделы резюме (в том числе информацию об идентификационных признаках ценных бумаг; закрепленных ценными бумагами правах; номинальной стоимости ценной бумаги, а также о цене акции, поскольку она определяется позже регистрации проспекта ценных бумаг).

Комментарии Банка России

Поддерживаем предложение в части исключения информации о порядке определения цены размещения ценной бумаги.

- **Объем резюме**

Некоторые участники рынка предлагали учитывать существенные отличия эмитентов, отраслей их деятельности, корпоративной структуры и определять максимальный объем резюме как долю к общему объему проспекта ценных бумаг. Отдельные респонденты говорили о необходимости увеличить резюме (до 10 страниц максимум) или указать рекомендуемый диапазон, учитывая, что половину предполагаемого размера резюме может занять описание ключевых рисков для эмитента.

Комментарии Банка России

Не поддерживаем предложения в отношении увеличения объема резюме. Установление предельных размеров резюме в зависимости от объема проспекта ценных бумаг не представляется правильным для решения задачи по оптимизации этого раздела проспекта. Резюме должно содержать ключевую информацию об эмитенте и условиях публичного размещения, а дополнительную информацию инвесторы получают из основных разделов проспекта ценных бумаг.

- **Период раскрытия финансовых показателей**

Респонденты предлагали увеличить период раскрытия финансовых показателей эмитента с 3 до 5 лет. Срок 3 года, по мнению респондентов, является недостаточным для отражения динамики финансовых и иных показателей компании на длительном горизонте.

Комментарии Банка России

Не поддерживаем предложения, полагая, что с учетом скорости и степени изменения макроэкономических, геополитических условий функционирования российской экономики обязательное включение в проспект ценных бумаг финансовых показателей эмитента за 5 лет избыточно. Эмитенты по своему усмотрению могут включать в проспект ценных бумаг показатели за более длительные периоды своей деятельности.

- **Указание организаторов размещения и содержания договора с эмитентом в проспекте ценных бумаг**

Ряд участников обсуждения не поддержали предложение Банка России указывать организаторов размещения в проспекте ценных бумаг по причине возможных санкционных рисков для эмитентов в случае введения в отношении организатора размещения санкций. Дополнительно предложено исключить основные положения договора с эмитентом по причине его конфиденциального характера. Раскрытие такой информации для инвесторов, по мнению респондентов, является малоинформативным с точки зрения защиты прав инвесторов, учитывая двусторонний характер соглашения с эмитентом.

Комментарии Банка России

Поддерживаем предложение.

Решение по итогам обсуждения

Итоговые предложения Банка России уточнены.

2. Прогнозные показатели деятельности эмитента

Резюме отзывов участников рынка

Инициативы по расширению раскрытия прогнозных показателей эмитентами вызвали полемику респондентов. Одни поддержали необходимость консолидации прогнозных показателей в проспекте ценных бумаг. Они подтвердили наличие на рынке практик включения прогнозов операционных и финансовых показателей, а также оценок перспектив развития эмитента в презентации и иные маркетинговых материалах. Формализация требований к раскрытию таких показателей в проспекте ценных бумаг (отчете эмитента, годовом отчете), по их мнению, будет

способствовать снижению рисков представления недостоверной информации инвесторам, позволит им принимать более качественные инвестиционные решения.

Другие участники рынка выступали против обязательного раскрытия прогнозов, полагая, что их отсутствие в проспекте ценных бумаг является защитным механизмом как для эмитентов (от правовых рисков), так и для инвесторов (от потенциально необъективной информации). По их мнению, проспект ценных бумаг должен содержать информацию о результатах прошлой и текущей деятельности эмитентов для принятия инвесторами взвешенных инвестиционных решений.

Часть респондентов выделили следующие потенциальные проблемы при реализации предложений.

- **Санкционные риски**

В текущей геополитической обстановке с учетом рисков, касающихся новых ограничений как для эмитентов, так и для их контрагентов, в том числе из-за размещения информации об их деятельности, реализация практики по раскрытию прогнозов в проспекте ценных бумаг представляется преждевременной.

- **Репутационные и правовые риски для эмитентов**

Обязательное раскрытие прогнозов может создать репутационные риски для эмитента, если такие прогнозы не будут достигнуты. Даже непреднамеренные расхождения фактических результатов с заявленными прогнозами могут привести к судебным искам со стороны инвесторов, которые посчитают себя введенными в заблуждение. В случае судебных исков бремя доказывания добросовестности прогнозов ляжет на эмитентов.

- **Риски снижения активности эмитентов в выходе на рынок акционерного капитала**

Риски, связанные с обязательным раскрытием прогнозов, могут привести к отказу ряда эмитентов от выхода на IPO.

- **Возможность для эмитентов манипулировать прогнозами в маркетинговых целях**

Эмитенты, преследующие краткосрочные цели, могут использовать прогнозные показатели для завышения оценочной стоимости компании перед IPO. Включение прогнозов в проспект ценных бумаг придаст дополнительную убедительность таким эмитентам в глазах наименее защищенной категории розничных инвесторов.

- **Заведомая недостоверность прогнозов и их занижение отдельными эмитентами для уменьшения ответственности за несостоявшийся прогноз**

Эмитенты могут указывать максимально широкие диапазоны прогнозных показателей, а также весьма консервативные прогнозы, что повлияет на снижение оценки стоимости компании.

В качестве возможных подходов к регулированию раскрытия прогнозов предлагалось добровольное включение эмитентами прогнозов в проспект ценных бумаг (иные юридически значимые сообщения). Респонденты предлагали ввести в законодательство обязанность эмитента своевременно обновлять прогнозы, если последние были раскрыты в проспекте ценных бумаг (иных документах).

Комментарии Банка России

Не поддерживаем предложения. Ориентиры для дальнейшего развития эмитента должны доноситься не только до институциональных, но и до розничных инвесторов. Стоимость акций

отражает ожидания инвесторов в отношении способности компании создавать стоимость для акционеров, включая будущие дивидендные платежи и чистую стоимость активов. Решения инвесторов зависят от стратегии, планов и прогнозов по достижению ключевых финансовых и операционных показателей. Банк России продолжает придерживаться мнения о важности доступности для инвесторов при публичных размещениях акций оценок развития компаний на средне- и долгосрочную перспективу.

Ряд участников рынка представили следующие дополнительные предложения.

- **Исключение из обязательных показателей прогноза чистой прибыли**

Потенциальная проблема для корпоративного сектора состоит в раскрытии показателей чистой прибыли, чистой прибыли на акцию и рентабельности капитала. Показатели редко прогнозируются растущими компаниями корпоративного сектора, не выплачивающими дивиденды.

Комментарии Банка России

Не поддерживаем предложения. Показатели прибыли отражаются в финансовой отчетности эмитента и наравне с оценкой выручки являются ключевыми бенчмарками для инвесторов при принятии инвестиционных решений. В качестве прогноза прибыли могут быть указаны и факты о возможном ее отсутствии в планируемом периоде.

- **Расширение горизонта прогноза до 3 лет**

Комментарии Банка России

Не поддерживаем предложения. Полагаем, что с учетом скорости и степени изменения макроэкономических, геополитических условий функционирования экономики обязательное раскрытие прогнозов на 3 года может приводить к снижению качества и достоверности прогнозов. Эмитент может самостоятельно раскрывать прогнозы на более длительные сроки.

- **Расширение перечня обязательных прогнозных показателей**

Участники рынка предлагали расширить перечень обязательных прогнозов следующими показателями: EBITDA или ее аналог; соотношение заемного и собственного капитала; планируемые капитальные затраты на горизонте 5–10 лет; операционный доход; оборотный капитал; чистый долг; соотношение чистого долга к EBITDA.

Комментарии Банка России

Поддерживаем предложения в части расширения перечня прогнозных показателей рентабельностью по EBITDA (с описанием методики ее расчета эмитентом).

Не поддерживаем предложения в отношении иных показателей, поскольку большинство компаний составляют бюджет с учетом предложенных показателей и имеют обоснованные ожидания по ним на каждый календарный год. Их раскрытие позволит инвесторам принимать обоснованные решения на основе информации по ожидаемым темпам роста компании, ее прибыльности.

Решение по итогам обсуждения

Итоговые предложения Банка России уточнены в части перечня прогнозных показателей.

3. Подтверждение достоверности информации об эмитенте и условиях сделки

Резюме отзывов участников рынка

Инициативы нашли поддержку у инвестиционного сообщества, ассоциаций, представляющих интересы розничных инвесторов, у ряда эмитентов, юридических компании и аудиторских организаций. Они полагают, что это улучшит качество публичных размещений за счет повышения уровня ответственности участников сделки.

Иные участники рынка, включая организаторов размещений, посчитали реализацию инициативы нецелесообразной. **В качестве основных аргументов указывались:**

- содержание деятельности организатора размещения. Организатор размещения не может нести ответственность за информацию, содержащуюся в проспекте ценных бумаг, поскольку данные для его подготовки предоставляет эмитент. Юридический консультант координирует подготовку проспекта, а организатор размещения консультирует эмитента на предмет того, что необходимо включить в проспект ценных бумаг. На организаторе размещения не должно лежать бремя ответственности и обязанность доказывать, что проспект ценных бумаг содержит недостоверные сведения по причине их предоставления эмитентом;
- наличие действующего регулирования и надзора со стороны Банка России за профессиональными участниками рынка ценных бумаг, в рамках деятельности которых оказываются услуги по организации публичного размещения;
- потенциальное повышение стоимости услуг организаторов размещения, обусловленной возложением на них ответственности за достоверность информации, представленной в рамках IPO;
- возможность создания на рынке компаний с минимальным размером уставного капитала и количеством квалифицированных специалистов (для целей снижения возможных потерь в результате привлечения к ответственности за недостоверность информации в проспекте ценных бумаг).

В качестве возможных подходов предлагалось регулировать деятельность организатора размещения:

- **В рамках брокерской деятельности**

Ряд респондентов полагали, что деятельность организатора размещений целесообразно регулировать как брокерскую деятельность при оказании отдельных видов услуг, связанных с организацией публичного размещения. Условием для доступа на этот рынок может быть наличие брокерской лицензии (с учетом уточнений требований к ней при необходимости).

Возможно установление дополнительных правил оказания брокерами отдельных услуг эмитентам по организации размещения на уровне нормативных актов Банка России, базовых или внутренних стандартов СРО.

- **В рамках саморегулирования организаторов размещения**

Участники рынка самостоятельно сформулируют стандарты проведения IPO с учетом локального и международного опыта. В рамках СРО могут быть разработаны типовая документация, требования к квалификации и опыту сотрудников организатора размещений, дополнительные политики по предотвращению конфликта интересов.

- **Путем нормативного регулирования в сочетании с саморегулированием**

Такой подход соответствует международной практике (например, США и Великобритании). Минимальные требования могут быть установлены в отношении опыта и квалификации команды, требований в отношении due diligence и так далее. Эти требования можно закрепить либо через СРО, либо через введение соответствующего лицензируемого Банком России вида деятельности.

- **Посредством применения рейтингов**

Предлагался к реализации механизм присвоения рейтингов организаторам размещения. Целью рейтинга станет демонстрация походов и их различий по отдельным компаниям. Отсутствие рейтинга может указывать на определенные риски, но не должно стать ограничительным фактором.

- **Путем ведения реестра недобросовестных лиц**

Предложено рассмотреть возможность ведения Банком России списка организаторов размещений, чьи недобросовестные действия привели к негативным последствиям для эмитентов или инвесторов.

- **С помощью расширения роли организаторов до функций андеррайтеров как стороны сделки**

Отдельные респонденты предлагали принципиально изменить роль организатора размещения и расширить ее до андеррайтера, то есть лица, которое гарантирует сделку, выкупая на себя объем публичного размещения. Как следствие, увеличится глубина и качество проверки эмитентов, андеррайтеры примут на себя часть ответственности за проспект ценных бумаг.

Комментарии Банка России

Банк России принял во внимание все комментарии участников рынка и полагает целесообразным привлечение эмитентами, акции которых относятся к некотируемой части списка ценных бумаг, профессиональных участников рынка ценных бумаг, оказывающих услуги по подготовке проспекта ценных бумаг и (или) размещению эмиссионных ценных бумаг, для подтверждения достоверности и полноты информации в проспекте ценных бумаг. Лица, подписавшие проспект ценных бумаг, несут субсидиарную ответственность за убытки, причиненные владельцу ценных бумаг вследствие содержащейся в проспекте ценных бумаг и подтвержденной ими недостоверной, неполной и (или) вводящей в заблуждение информации. Подпись проспекта ценных бумаг профессиональным участником рынка ценных бумаг, оказывающим услуги по подготовке проспекта ценных бумаг и (или) размещению эмиссионных ценных бумаг, – дополнительная гарантия качества подготовки эмиссионной документации.

Решение по итогам обсуждения

Итоговые предложения Банка России уточнены.

4. Объективная оценка справедливой стоимости эмитента

Резюме отзывов участников рынка

Предложения Банка России по способам повышения прозрачности ценообразования при выходе компаний на IPO стали одним из самых обсуждаемых вопросов Доклада.

Половина респондентов в целом поддержали инициативу, отмечая, что на практике осуществлялись сделки, основанные на оценках, не имеющих отношение к действительному

состоянию и перспективам развития эмитента. Наличие доступных профессиональных аналитических отчетов с оценкой справедливой (рыночной) стоимости компании поможет инвесторам в анализе инвестиционной привлекательности эмитента, понимании характера рисков инвестирования, которые они на себя принимают.

Респонденты высказывали мнение, что поскольку подготовка аналитического отчета в отношении нового эмитента требует высокопрофессиональных кадров и независимости при оценке, то следует установить условия независимости и управления конфликтом интересов, а также требования к квалификации и опыту работы аналитиков. Неоднократно отмечалось, что инициатива позволит повысить ответственность аналитиков, участвующих в подготовке аналитических отчетов.

Участники рынка полагали необходимым установить ключевые требования к структуре аналитического отчета, без жесткого регламентирования его содержания. В аналитический отчет должны включаться описание бизнеса и отрасли эмитента, стратегии и перспектив развития компании, финансовые прогнозы и ключевые риски с точки зрения аналитика, описание использованных методов и предположений. Важно раскрывать информацию о наличии (отсутствии) у организации (аналитиков) конфликта интересов.

Респонденты отметили следующие риски при введении требования:

- Рост расходов на публичное размещение по причине дополнительных расходов на аналитические отчеты
- Риски конфликтов интересов и объективности оценки по причине заказа отчета эмитентом
- Формальность аналитических отчетов

Участники рынка указали на возможность риска возникновения двух типов отчетов: формальных для удовлетворения требованиям регулирования и маркетинговых, которые будут распространяться среди инвесторов. Формальные отчеты могут вводить в заблуждение неквалифицированных инвесторов, которые, положившись на них, не смогут использовать или проигнорируют использование альтернативных источников информации.

- Риски неверной интерпретации таких отчетов розничными инвесторами

Розничные инвесторы, которые могут не обладать необходимыми знаниями и навыками для полноценного анализа отчета (учитывая его объем и использование в нем специальных финансовых показателей), будут неверно интерпретировать аналитический отчет и на основе неверной интерпретации такого отчета принять инвестиционное решение.

- Риски претензий к организациям, подготовившим аналитические отчеты, за недостоверную или ложную информацию

Комментарии Банка России

Не поддерживаем мнения. С учетом структуры затрат на IPO дополнительные расходы не приведут к их существенному росту. Дополнительно полагаем, что организаторы торговли могут проработать вопросы создания программ поддержки подготовки таких аналитических отчетов, как это практикуется на международных рынках.

Для снижения возможных злоупотреблений необходимо определить лиц, которые могут готовить аналитические отчеты с достаточным уровнем качества; обеспечить их независимость и установить требования по управлению конфликтом интересов; сделать такие отчеты максимально прозрачными с точки зрения методологии их подготовки.

В качестве подхода к раскрытию оценок справедливой стоимости эмитента ряд участников рынка предлагали публикацию адаптированных под розничных инвесторов (сокращенных с учетом чувствительной для эмитента информации) аналитических отчетов организаторами размещения.

Комментарии Банка России

Поддерживаем предложение в случае обеспечения соблюдения организаторами размещения предложенных Банком России требований к независимости, управлению конфликтом интересов, квалификации аналитиков и содержанию аналитических отчетов.

Отдельные респонденты выступили с инициативой о дополнительной проверке аналитических отчетов организаторами размещений.

Комментарии Банка России

Не поддерживаем предложения. Считаем обязательность дополнительной верификации аналитических отчетов со стороны организаторов размещений избыточной. Ответственность должна нести компания, подготовившая аналитический отчет.

Решение по итогам обсуждения

Итоговые предложения Банка России частично дополнены.

5. Прозрачное распределение акций среди инвесторов

Резюме отзывов участников рынка

Более 95% предоставивших комментарии участников рынка полностью поддержали инициативу, поскольку раскрытие базовых принципов аллокации до начала сбора заявок на участие в публичном размещении позволит повысить информационную прозрачность на финансовом рынке, закрепить формирующиеся лучшие практики проведения публичных размещений.

Отдельные участники рынка предложили уточнить объем раскрываемой информации и указывать:

- перед началом сбора заявок – верхний предел доли сотрудников и партнеров эмитента в общей аллокации; применение ограничений по количеству заявок;
- после публичного размещения – минимальный и максимальный объем акций, полученных одним инвестором; принципы распределения между различными институциональными инвесторами, а также различными фондами и стратегиями (ПИФ, доверительное управление).

Часть респондентов не готовы были поддержать инициативу в части раскрытия детализированных данных об аллокации до завершения сбора заявок, поскольку итоговая структура аллокации, по их мнению, определяется в процессе формирования книги заявок. Перед началом сбора заявок организаторы и эмитент имеют лишь индикативный размер спроса от институциональных инвесторов и примерные оценки розничного спроса. Планируемые доли разных категорий инвесторов могут сильно отличаться от фактических.

Комментарии Банка России

Не поддерживаем мнения в части нецелесообразности раскрытия информации о принципах и подходах к аллокации. Отсутствие такой информации в том числе приводило к раздуванию

числа заявок для получения большей аллокации и резервированию гражданами существенно больших денежных средств на брокерских счетах. Полагаем, что у эмитента и организаторов размещения к моменту начала подачи заявок на участие в публичном размещении уже есть информация о подходах к распределению акций по категориям инвесторов, выделенная доля акций для сотрудников и партнеров. Банк России не предполагает устанавливать требование к раскрытию информации о конкретных значениях планируемых объемов распределения акций.

Решение по итогам обсуждения

Итоговые предложения Банка России остались без изменений.

6. Раскрытие механизма стабилизации цены акций после первичного размещения

Резюме отзывов участников рынка

Все респонденты, представившие комментарии, согласились с необходимостью раскрытия информации о стабилизационных механизмах после завершения публичного размещения, поскольку она является важной для принятия инвестиционных решений.

По мнению некоторых, наиболее целесообразно раскрывать информацию о механизме стабилизации в рамках существенных фактов непосредственно перед началом сбора книги заявок. Часть параметров стабилизационного механизма, как правило, определяется после регистрации проспекта ценных бумаг, что делает невозможным полное раскрытие этой информации на этапе его подготовки.

Комментарии Банка России

Поддерживаем предложение о необходимости раскрытия информации о механизме стабилизации в сроки, максимально приближенные к дате начала сбора заявок на участие в публичном размещении с учетом возможного временного разрыва между регистрацией проспекта ценных бумаг и датой начала публичного размещения. Вместе с тем полагаем целесообразным сохранить требование о раскрытии информации о наличии механизма стабилизации в проспекте ценных бумаг при наличии у эмитента соответствующей информации до даты утверждения проспекта ценных бумаг. Это обеспечит более раннее предоставление инвесторам информации об условиях сделки.

Участники рынка полагали достаточным раскрытие информации о размере стабилизационного пакета (максимальном количестве акций), периоде стабилизации и названии стабилизационного агента. Информация о договорной конструкции, используемой между стабилизационным агентом и эмитентом, не является существенной для принятия инвестиционного решения и потому не требует раскрытия.

Комментарии Банка России

Поддерживаем предложение. Готовы уточнить требования к объему раскрываемой информации о механизме стабилизации в части исключения информации о договоре, заключаемом между стабилизационным агентом и эмитентом.

Часть респондентов предложили раскрывать сведения об объемах выкупленных/перераспределенных акций, после завершения периода стабилизации, чтобы инвесторы могли

оценить уровень акций в свободном обращении и окончательную структуру акционерного капитала.

Комментарии Банка России

Поддерживаем предложение. Готовы уточнить требования к объему раскрываемой информации о механизме стабилизации с учетом предложений участников рынка.

Отдельные респонденты предлагали поэтапное раскрытие информации эмитентом:

- в момент начала сбора заявок – размер стабилизационного пакета (в процентах от базового размера сделки);
- в момент объявления цены размещения – предельный размер стабилизационного пакета (в рублях и/или акциях);
- в момент завершения стабилизации – итоги стабилизации в целях информирования инвесторов об итоговом количестве акций в свободном обращении.

Комментарии Банка России

Не поддерживаем предложения в части поэтапности раскрытия информации. Полагаем, что на текущем этапе оптимально раскрытие информации о наличии механизма стабилизации в проспекте ценных бумаг (в форме сообщения о существенном факте) и его результатах без дополнительных промежуточных раскрытий.

Решение по итогам обсуждения

Итоговые предложения Банка России дополнены.

7. Раскрытие информации об ограничении отчуждения (обременения) акций

Резюме отзывов участников рынка

Большинство участников рынка подтвердили актуальность раскрытия информации об ограничении отчуждения (обременения) акций, поскольку это будет способствовать лучшей дисциплине акционеров и эмитентов в части соблюдения принятых обязательств. Респонденты отмечали, что инвесторы ожидают от эмитентов прозрачности информации о лицах и условиях принятых ими обязательств не продавать акции в первые месяцы после IPO.

Отдельные участники рынка предлагали частично скорректировать подходы к регулированию:

- **Раскрытие в форме сообщения о существенном факте, но не в проспекте ценных бумаг**

Предлагалось раскрывать информацию только в форме сообщения о существенном факте, исключив обязанность указания в проспекте ценных бумаг. Включение этой информации в проспект ценных бумаг на более ранней стадии должно требоваться лишь в общих чертах, не лишаящих акционеров эмитента и организаторов размещения необходимой гибкости.

Комментарии Банка России

Не поддерживаем предложения в части отсутствия раскрытия информации в проспекте ценных бумаг как основном документе, содержащем условия и порядок публичного размещения.

- **Исключение раскрытия информации об изъятиях из ограничений**

Нецелесообразно устанавливать требования к полному раскрытию всех условий ограничений (в частности, конкретные изъятия из ограничений могут быть коммерчески чувствительной, конфиденциальной информацией).

Комментарии Банка России

Не поддерживаем предложения в части исключения раскрытия информации об изъятиях из ограничений. Инвесторы должны иметь возможность получения полноценной и достоверной информации о принятых обязательствах. Наличие отдельных изъятий из ограничений могут оказывать значимое влияние на принятие инвестиционного решения.

От ряда респондентов поступили дополнения к перечню информации. Предложено указывать:

- долю акционеров, принявших обязательства об ограничении отчуждения (обременения) акций;
- состав сторон и круг акционеров, на которых распространяется ограничение;
- описание последствий нарушения принятых обязательств (возмещение убытков, неустойка);
- перечень оснований (или указание на их отсутствие) для допустимого отчуждения акций в период действия ограничений, порядок и условия согласования отчуждения (обременения), а также согласующие субъекты.

Комментарии Банка России

Поддерживаем предложение.

Решение по итогам обсуждения

Итоговые предложения Банка России дополнены.

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

Резюме отзывов участников рынка

Чуть более половины респондентов полагали, что формирование модельных (типовых) документов для проведения IPO может быть полезно для эмитентов, в частности тех, которые не могут позволить существенные расходы на организаторов размещений и консультантов при подготовке к IPO.

Иная часть респондентов посчитали разработку модельной документации на этом этапе преждевременной и нецелесообразной. Они отмечали, что уникальность каждой сделки не позволит выработать унифицированный подход к документации, которая может существенно

меняться в зависимости от структуры сделки, акционеров эмитента, предполагаемой структуры стабилизации и иных условий.

Большинство участников рынка предложили проводить работу по стандартизации модельной документации в рамках системы саморегулирования. Иные респонденты посчитали наиболее оптимальной разработку стандартов на базе организаторов торговли либо Банком России с привлечением участников рынка.

Комментарии Банка России

Поддерживаем мнение о возможности стандартизации отдельных элементов сделки.

Решение по итогам обсуждения

Итоговые предложения Банка России уточнены.

Приложение 2

Структура резюме проспекта ценных бумаг

1	Сведения об эмитенте
1.1	Наименование, организационно-правовая форма, местонахождение эмитента
1.2	Сведения о дате создания эмитента
1.3	ОГРН и ИНН эмитента
2	Сведения о деятельности эмитента
2.1	Краткое описание основных видов финансово-хозяйственной деятельности (с учетом текущего состояния рынка и конкурентной среды, в которой работает эмитент)
2.2	Операционные сегменты и география осуществления финансово-хозяйственной деятельности эмитента
3	Факторы инвестиционной привлекательности эмитента
3.1	Стратегические преимущества и особенности бизнес-модели
3.2	Информация о группе эмитента с указанием компаний, входящих в периметр группы и имеющих для эмитента существенное значение (если эмитентом составляется и раскрывается (содержится в проспекте ценных бумаг) консолидированная финансовая отчетность)
3.3	Стратегические планы компании и перспективы развития
3.4	Основные факторы, влияющие на возможность реализации стратегии
3.5	Дивидендная политика (количественные параметры и базис расчета дивидендов)
4	Сведения о крупнейших акционерах эмитента или лицах, имеющих право распоряжаться голосами, приходящимися на голосующие акции, составляющие уставный капитал эмитента
5	Основные финансовые и операционные показатели (за три последних завершённых отчетных года, предшествующих дате утверждения проспекта ценных бумаг в случае осуществления эмитентом (группой эмитента) деятельности в указанный период, либо с момента начала осуществления деятельности эмитента (группы эмитента))
6	Сведения о ключевых рисках, связанных с эмитентом и приобретением ценных бумаг
7	Информация о размещаемых ценных бумагах
7.1	Тип, серия (при наличии), иные идентификационные признаки ценных бумаг
7.2	Права, закрепленные ценными бумагами
7.3	Номинальная стоимость каждой ценной бумаги
8	Основные условия размещения ценных бумаг
8.1	Количество размещаемых ценных бумаг
8.2	Способ размещения ценных бумаг
8.3	Цена размещения (при наличии на дату утверждения проспекта)
8.4	Наличие преимущественного права приобретения размещаемых ценных бумаг
8.5	Цели проведения публичного размещения, направления использования денежных средств
8.6	Размер ожидаемых чистых поступлений по итогам эмиссии
8.7	Сведения о наличии ограничений на совершение сделок, направленных на отчуждение (обременение) акций эмитента, в течение определенного периода с даты публичного размещения ценных бумаг
8.8	Описание механизма стабилизации

Приложение 3

Требования к аналитическому отчету

Аналитический отчет должен соответствовать следующим требованиям:

- обоснование оценки рыночной стоимости акций должно соответствовать подходам и способам оценки, предусмотренным федеральным стандартом оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)»¹;
- отчет должен содержать описание гипотез и допущений, лежащих в основе метода, а также описание исходных данных и их ограничений;
- отчет должен отражать всю существенную информацию, включая нефинансовые данные, прогнозы и планы эмитента, которые были использованы при определении стоимости компании. В отчет могут быть включены иные сведения, необходимые для полного и достаточного представления результата оценки;
- при использовании информации бухгалтерской (финансовой) отчетности, консолидированной финансовой отчетности (финансовой отчетности) эмитента в том числе должна учитываться информация из отчетности, составленной за последний заверченный отчетный период;
- объективность, полнота и достоверность существенной информации должна подтверждаться путем раскрытия ее источников.

Подтверждение полученной из внешних источников информации, использованной при подготовке отчета, может быть выполнено следующим образом:

- в виде ссылок на источники информации, позволяющие идентифицировать источник информации и определить дату ее публикации или подготовки (в частности, ссылки на страницы интернет-сайтов, где размещена информация, а также реквизиты используемых документов и материалов (например, источник, название издания, название документа, сведения об авторе, дата или период опубликования);
- в виде материалов и копий документов, информационных источников, которые с высокой вероятностью недоступны или могут стать в будущем недоступными, в частности, по причине изменения информации или адреса страницы в Интернете, отсутствия информации в открытом доступе (например, информация, предоставленная эмитентом), либо доступ к которым происходит на платной основе. Такое раскрытие информации делается с учетом ограничений, связанных с конфиденциальностью информации;
- отчет должен быть подписан не позднее 1 месяца до даты его представления организатору торговли;
- отчет должен соответствовать требованиям к его содержанию (см. табл. ниже).

¹ Приказ Минэкономразвития России от 14.04.2022 № 200 «Об утверждении федеральных стандартов оценки и о внесении изменений в некоторые приказы Минэкономразвития России о федеральных стандартах оценки».

СТРУКТУРА АНАЛИТИЧЕСКОГО ОТЧЕТА

1	Дата составления отчета
2	Основание для проведения оценки
3	Наименование организации, подготовившей отчет, ОГРН, местонахождение, телефон
4	Информация о лицензии по виду деятельности ПУРЦБ, включению в реестр аудиторских организаций, оказывающих аудиторские услуги общественно значимым организациям на финансовом рынке
5	Сведения о подписанте отчета, в том числе фамилия, имя, отчество, должность в организации на дату составления отчета
6	Сведения о других сотрудниках организации, участвовавших в подготовке отчета, в том числе фамилия, имя, отчество, должность в организации на дату составления отчета
7	Информация обо всех привлеченных к подготовке отчета внешних сторонах, в том числе организациях и специалистах с указанием их квалификации, опыта и степени участия в проведении оценки
8	Сведения о независимости организации, об отсутствии конфликта интересов, включая отсутствие других коммерческих отношений с эмитентом, аффилированности по отношению к эмитенту, владения и распоряжение акциями эмитента
9	Перечень документов и информации, используемых при подготовке оценки
10	Описание объекта оценки с указанием реквизитов эмитента (наименование, ОГРН, место нахождения)
11	Информация о создании и развитии бизнеса эмитента
12	Общая информация о деятельности эмитента, о выпускаемой продукции (товарах) и (или) выполняемых работах, оказываемых услугах
13	Результаты финансово-хозяйственной деятельности эмитента за предыдущие репрезентативные периоды
14	Анализ отрасли деятельности эмитента, внешних факторов, влияющих на стоимость акций ¹
15	Перспективы развития и прогнозные операционные и финансовые показатели, на которых строилась оценка и которые влияют на рыночную стоимость акций эмитента
16	Ключевые риски в деятельности эмитента, которые могут оказать влияние на перспективы развития эмитента
17	Принятые при проведении оценки допущения (в отношении объекта оценки и (или) условий предполагаемой сделки или использования объекта оценки) и ограничения оценки (в отношении источников информации и объема исследования)
18	Описание применения подхода (подходов) к оценке, включая: <ul style="list-style-type: none"> • обоснование выбора используемых подходов к оценке и методов в рамках каждого из применяемых подходов, комментарии в случае отказа от использования подхода, метода оценки; • процесс определения стоимости объекта оценки каждым из примененных методов оценки и соответствующие им расчеты; • согласование результатов при применении различных подходов и методов оценки; • описание источников данных, порядка их выбора
19	В рамках доходного подхода – описание прогнозной модели, используемых показателей и допущений, влияющих на стоимость эмитента, а также расчет ставки дисконтирования
20	В рамках сравнительного подхода (при наличии) – описание критериев выбора эмитентов – аналогов и расчет применяемых мультипликаторов
21	Описание сценариев с указанием оценки вероятности их наступления, а также факторов неопределенности
22	Диапазон справедливой стоимости акционерного капитала эмитента

¹ Могут использоваться отчеты независимых отраслевых экспертов с выдержками информации из таких отчетов (обязательными ссылками на них).

Приложение 4

Перечень сведений, раскрываемых в рамках информации об ограничении отчуждения (обременения) акций эмитента

1	Раскрытие в проспекте ценных бумаг (о намерении или факте установления ограничений)
	<ul style="list-style-type: none"> • Перечень лиц, принявших на себя обязательства по ограничению отчуждения (обременения) акций; • доля акций, принадлежащих акционерам, принявшим на себя указанные обязательства; • основания возникновения ограничений отчуждения (обременения) акций и описание механизма ограничений; • основания допустимого отчуждения (обременения) акций; • последствия нарушения принятых обязательств; • срок действия ограничений отчуждения (обременения) акций
2	Раскрытие в форме сообщения о существенном факте (если установление ограничений состоялось после регистрации проспекта ценных бумаг)
	<ul style="list-style-type: none"> • Перечень лиц, принявших на себя обязательства по ограничению отчуждения (обременения) акций; • доля акций, принадлежащих акционерам, принявшим на себя указанные обязательства; • основания возникновения ограничений отчуждения (обременения) акций и описание механизма ограничений; • основания допустимого отчуждения (обременения) акций; • последствия нарушения принятых обязательств; • срок действия ограничений отчуждения (обременения) акций
3	Раскрытие сведений о несоблюдении ограничений (в форме сообщения о существенном факте)
	<ul style="list-style-type: none"> • Идентификационные признаки ценных бумаг; • лицо (перечень лиц), принявшее на себя обязательство по ограничению отчуждения (обременения) акций и нарушившее указанные обязательства; • количество ценных бумаг, в отношении которых было нарушено принятое обязательство; • дата нарушения ограничений
4	Раскрытие сведений о принятых решениях о согласовании отчуждения (обременения) акций (в форме сообщения о существенных фактах)
	<ul style="list-style-type: none"> • Идентификационные признаки ценных бумаг; • лицо (перечень лиц), принявшее на себя обязательство по ограничению отчуждения (обременения) акций, в отношении которых было принято решение о согласовании отчуждения (обременения) акций; • количество ценных бумаг, в отношении которых было принято решение о согласовании отчуждения (обременения) акций; • лицо, принявшее решение о согласовании отчуждения (обременения) акций; • дата принятия решения о согласовании отчуждения (обременения) акций