

24 февраля 2025

Предложения ЦБ РФ, стандарты МОЕХ и векторы развития российского рынка IPO

7 мая 2024 г. Президент РФ поставил задачу по обеспечению роста капитализации фондового рынка не менее чем до 66% ВВП к 2030 г. и до 75% ВВП к 2036 г.¹ Несмотря на рост количества IPO российских компаний в 2023-2024 гг., рынок все еще находится в стадии формирования. Из-за ухода иностранных инвесторов большинство из сделок IPO за последние два года было проведено преимущественно без соблюдения международных стандартов, ранее привычных для участников отечественного рынка и направленных, в первую очередь, на защиту интересов инвесторов, удовлетворение их информационных потребностей и обеспечение выхода на IPO только подготовленных компаний. Об этом мы писали в конце ноября 2024 г. в статье для Коммерсантъ, с которой можно ознакомиться [здесь](#).

Чтобы помочь формированию нового рынка IPO, Центральный банк Российской Федерации («ЦБ РФ») и ПАО Московская Биржа («МОЕХ») опубликовали ряд документов, на которые стоит обратить внимание участникам рынка: (i) доклад ЦБ РФ, в котором регулятор предлагает обсудить ряд предложений по изменению регулирования рынка IPO² («Доклад ЦБ РФ»); (ii) информационное письмо ЦБ РФ, содержащее рекомендации регулятора по повышению акционерной стоимости компаний³ («Письмо ЦБ РФ»); и (iii) стандарты сделок IPO на МОЕХ («Стандарты МОЕХ»)⁴.

В настоящем меморандуме фирма Better Chance анализирует отдельные ключевые положения указанных документов.

КЛЮЧЕВЫЕ ИДЕИ:

- ▶ ЦБ РФ предлагает вернуть и сделать обязательным соблюдение отдельных стандартов проведения IPO, которые были широко распространены на российском рынке до 2022 г.
- ▶ ЦБ РФ рекомендует ПАО разработать стратегию повышения акционерной стоимости, включающую программу мотивации сотрудников и раскрытие нефинансовых показателей (ESG)
- ▶ МОЕХ опубликовала стандарты проведения IPO, в которых рекомендует эмитентам ориентироваться на второй уровень листинга с возможностью его повышения накануне сделки

Если у Вас возникнут вопросы относительно настоящего меморандума, пожалуйста, свяжитесь с Вашим обычным контактом в фирме или авторами настоящего меморандума:

- ▶ **БУЛАТ ЖАМБАЛНИМБУЕВ**
Управляющий партнер
bulat.zhambalnimbuev@betterchance.ru
- ▶ **ДИНА ИСКАНДЕРОВА**
Старший юрист, Solicitor (Англия и Уэльс), LL.M.
dina.iskanderova@betterchance.ru
- ▶ **ГЕОРГИЙ КУРГАНСКИЙ**
Юрист
georgy.kurgansky@betterchance.ru

¹ См., Указ Президента РФ от 07.05.2024 №309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года», документ доступен по следующей ссылке: <http://www.kremlin.ru/acts/bank/50542>.

² См., Доклад Банка России для общественных консультаций «Информационная прозрачность на рынке ценных бумаг: эмитенты и условия первичного размещения их акций» (опубликован 20.01.2025), документ доступен по следующей ссылке: https://cbr.ru/Content/Document/File/171925/Consultation_Paper_20012025.pdf.

³ См., Информационное письмо Банка России от 13.01.2025 №ИН-02-28/68 «О Рекомендациях по разработке стратегии повышения акционерной стоимости», документ доступен по следующей ссылке: <https://cbr.ru/Crosscut/LawActs/File/9943>.

⁴ См., Стандарты сделки по первичному публичному предложению / размещению акций (IPO) на Московской бирже (опубликованы 09.12.2024), документ доступен по следующей ссылке: <https://www.moex.com/n75596>.

1. Доклад ЦБ РФ

1.1 Раскрытие прогнозных показателей

Проблема: эмитенты используют прогнозные показатели в маркетинговых материалах и других рекламных документах, что может создать завышенные ожидания инвесторов в отношении перспектив развития эмитента, и редко включают такие показатели в проспекты ценных бумаг.

Предложение: ввести требование о раскрытии разумных, обоснованных и не вводящих в заблуждение прогнозных показателей в проспекте ценных бумаг, отчете эмитента и годовом отчете.

Предложение ЦБ РФ соответствует пожеланиям инвесторов, которые банки-организаторы традиционно озвучивают эмитентам в IPO. При этом регулятор предлагает сбалансированный подход, согласно которому прогнозные показатели не должны вводить читателя в заблуждение и должны быть разумными. Эмитентам необходимо будет раскрывать метод прогнозирования и исторические данные, на основе которых рассчитываются прогнозные показатели, либо добавлять пояснения, если прогнозные показатели не основаны на исторических данных, что позволяет избежать риска включения чрезмерно оптимистичных прогнозов. Подход, предложенный ЦБ РФ, также учитывает возможность внесения изменений в прогнозные показатели и, в целом, представляется нам разумным при условии, что в регулировании будет четко установлено, в каких случаях эмитент несет ответственность за недостоверность сведений, включенных в проспект ценных бумаг, в связи с недостижением указанных им прогнозных показателей.

1.2 Статус организаторов размещения

Проблема: хотя для проведения IPO российские компании прибегают к услугам организаторов размещения (и, по оценке ЦБ РФ, в 2023-2024 гг. из 31 IPO только 3 было проведено без их участия), статус, основные функции и ответственность организаторов размещения в российском законодательстве не закреплены.

Интересный факт: до 1973-1978 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США («SEC») запрещала включать прогнозные показатели в документы, подаваемые на регистрацию в SEC, считая такую информацию субъективной и ненадежной и опасаясь, что неквалифицированные инвесторы будут неправильно ее использовать⁵. В 1978 г. подход кардинально изменился⁶. Согласно современному подходу, эмитент не несет ответственность за включение прогнозных показателей, которые впоследствии оказались неверными, если раскрытие таких показателей сопровождается содержательным предупреждением (*meaningful cautionary language*)⁷. При этом если вместе с прогнозными показателями были также раскрыты допущения (*assumptions*), на основе которых были подготовлены такие показатели, то прогнозные показатели не могут считаться вводящими инвесторов в заблуждение⁸.

Предложение: определить деятельность по организации размещения, которая будет включать, среди прочего, проведение процедуры *due diligence* в отношении эмитента и совершение действий по стабилизации цены, и ввести ответственность организаторов размещения за достоверность информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг.

Во многих правовых системах с развитыми фондовыми рынками статус организатора размещения закреплен в законодательстве. Например, в США определение термина «андеррайтер» закреплено в ст. 2(a)(11) Закона о ценных бумагах США 1933 г. и охватывает как андеррайтинг по модели строгого обязательства (*firm commitment*), так и андеррайтинг по модели обязательства по приложению наилучших усилий (*best efforts*). Андеррайтеры в США несут ответственность за недостоверность сведений, включенных в проспект ценных бумаг. В Великобритании, согласно Правилам листинга Великобритании (*UKLR*), разработанным Управлением по финансовому регулированию (*FCA*),

⁵ См., James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort, Ann M. Lipton, *Securities Regulation: Cases and Materials*, 10th Ed., на стр. 583.

⁶ См., *Guides for Disclosure of Projections for Future Economic Performance*, Securities Act Release No. 5992 (1978).

⁷ См., *Kaufman v. Trump's Castle Funding*, 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993); ст. 27A Закона о ценных бумагах (Securities Act) США 1933 г. и ст. 21E Закона о ценных бумагах и биржах (Securities Exchange Act) США 1934 г., внесенные в указанные акты Законом о реформе частных судебных процессов по ценным бумагам (Private Securities Litigation Reform Act) США 1995 г.

⁸ См., *Connett v. Justus Enterprises of Kansas, Inc.*, 68 F.3d 382 (10th Cir. 1995).

эмитенты в IPO обязаны назначить спонсора (*sponsor*) из списка инвестиционных банков, утвержденного регулятором. Спонсор играет важную роль в процессе IPO: он оценивает готовность компании к листингу и консультирует эмитента по поводу наилучших способов и времени для выхода на IPO.

Роль организатора размещения хорошо известна многим инвестиционным подразделениям ведущих российских банков. Так, например, на одном из проектов по выходу российской компании на IPO с регистрацией проспекта в США и двойным листингом на NASDAQ и MOEX вся работа по сбору заявок была возложена на инвестиционное подразделение российского банка с государственным участием, несмотря на участие в сделке двух американских инвестиционных банков. Таким образом, предложение ЦБ РФ, доработанное с участием ведущих российских банков, считаем положительным развитием отечественного законодательства о рынке ценных бумаг.

Интересный факт: наличие законодательно закрепленного в США понятия «андеррайтер» не означает, что все размещения проводятся с участием банков-организаторов. Эмитент может провести так называемое «прямое публичное размещение» (*direct public offering*), в котором не участвуют банки и в котором эмитент проводит маркетинговые мероприятия и продает бумаги самостоятельно. В этом случае эмитенты существенно экономят на комиссиях и вознаграждениях, однако многие инвесторы не участвуют в таких размещениях из-за отсутствия тщательной проверки готовности компании к публичному статусу, которую обычно проводят банки-организаторы⁹.

1.3 Раскрытие информации о принципах распределения акций среди инвесторов, механизме стабилизации и заключении соглашений об ограничении продажи акций после IPO (*lock-up*)

Проблема 1: в перечень сведений о событиях, которые подлежат раскрытию в форме сообщения о существенном факте, не входит информация о принципах и фактиче-

ском распределении акций среди инвесторов. Отсутствие такой информации может вызвать раздувание числа заявок и резервирование существенно больших денежных средств на брокерских счетах розничных инвесторов.

Проблема 2: большинство эмитентов в IPO используют механизмы стабилизации, сведения о которых не включаются в проспект ценных бумаг.

Проблема 3: на российском рынке расширилась практика добровольного применения соглашений об ограничении продажи акций, однако раскрытие информации о таких соглашениях не носит достаточный или последовательный характер.

Предложение: установить требование о раскрытии соответствующей информации.

Еще весной 2024 г. ЦБ РФ рекомендовал эмитентам раскрывать информацию о принципах распределения акций, о фактическом распределении акций среди разных групп инвесторов и о заключении соглашений об ограничении продажи акций после IPO в форме сообщений о существенном факте об иных событиях (действиях), оказывающих, по мнению эмитента, существенное влияние на стоимость или котировки его ценных бумаг¹⁰. В Докладе ЦБ РФ к рекомендациям 2024 г. также добавилось предложение раскрывать информацию о механизмах стабилизации в проспекте ценных бумаг.

Подход, предложенный ЦБ РФ в отношении раскрытия информации о механизме стабилизации и о заключении соглашений об ограничении отчуждения акций после IPO, соответствует как международным стандартам, так и практике российских компаний, вышедших на IPO до 2022 г., когда соответствующая информация включалась в информационные меморандумы (международные проспекты) таких компаний. Предложение о раскрытии принципов и фактической аллокации акций, как представляется, также заслуживает поддержки при условии сохранения гибкости в принятии соответствующего решения по результатам сбора заявок и учета мнения инвестиционных подразделений ведущих российских банков о возможности и целесообразности раскрытия соответствующей информации.

⁹ См., James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort, Ann M. Lipton, *Securities Regulation: Cases and Materials*, 10th Ed., на стр. 110-111.

¹⁰ См., Информационное письмо Банка России от 28.05.2024 № ИН-02-28/33 «О раскрытии информации при проведении публичного размещения акций», документ доступен по следующей ссылке: <https://www.cbr.ru/Crosscut/LawActs/File/7745>.

2. Письмо ЦБ РФ

ЦБ РФ рекомендует ПАО и обществам, планирующим публичное размещение своих акций, разработать и опубликовать **стратегию повышения акционерной стоимости в средне- и долгосрочной перспективе**. Особенно обращает внимание то, что одной из задач разработки такой стратегии регулятор видит формирование программы мотивации членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых сотрудников при помощи выплаты части вознаграждения акциями или опционами на акции. Кроме того, регулятор обращает внимание на расширение практики ответственного инвестирования среди институциональных инвесторов и рекомендует устанавливать в стратегии как финансовые, так и нефинансовые показатели эффективности. О повышенном сегодня внимании к повестке ответственного инвестирования также говорит недавняя публикация МОЕХ обновленной версии гида по ESG-практикам для эмитентов¹¹.

3. Стандарты МОЕХ

В декабре 2024 г. МОЕХ опубликовала новые стандарты проведения сделок IPO, призванные помочь потенциальным эмитентам понять основные элементы таких сделок. Особенно обращает внимание то, что **биржа рекомендует** потенциальным эмитентам в IPO **ориентироваться на второй уровень листинга** с возможностью его повышения накануне сделки. Такая рекомендация является новой и ранее не содержалась в IPO-гиде, опубликованном МОЕХ в конце 2023 г.¹², а также в более ранних версиях подобных публикаций. Как представляется, такая рекомендация может быть обусловлена тем, что некоторым эмитентам на текущем рынке может быть сложно обеспечить необходимое количество акций в свободном обращении (*free float*).

Далее мы приводим отдельные рекомендации, включенные в Стандарты МОЕХ, на которые стоит обратить внимание компаниям, рассматривающим проведение IPO.

3.1 Корпоративное управление

МОЕХ обращает внимание на необходимость заблаговременного приведения корпоративного управления в соответствие с требованиями биржи: инициировать такой процесс рекомендуется, как минимум, **за год до планируемого IPO**. Кроме того, если на IPO выходит холдинговая компания группы, биржа рекомендует расширить полномочия совета директоров как самого публичного общества, так и его подконтрольных компаний за счет отнесения к их компетенции решений по существенным вопросам (при одновременном ограничении полномочий исполнительных органов дочерних и зависимых обществ и установлении обязанности по согласованию ими любых действий, связанных с существенными вопросами).

3.2 Коммуникации

Компаниям, планирующим проведение IPO, стоит обратить внимание на рекомендации МОЕХ в отношении организации коммуникаций при проведении IPO. В частности, биржа напоминает, что любая коммуникация, относящаяся к эмитенту или его ценным бумагам, должна соответствовать и в существенных аспектах совпадать с информацией, раскрытой эмитентом в проспекте ценных бумаг. Кроме того, МОЕХ подчеркивает, что в течение периода подготовки сделки до публикации пресс-релиза о намерении провести IPO (*ITF*) ни один из участников размещения не должен сообщать информацию о планирующейся сделке и ее ожидаемых параметрах, что, как известно многим участникам рынка, в целом совпадает с правилами США и Великобритании, которые до 2022 г. описывались юридическим консультантом эмитента в так называемых «*publicity guidelines*».

3.3 Комплексная проверка бизнеса (*due diligence*)

Хотя обязанность по проведению комплексной проверки эмитента и его группы перед проведением IPO в настоящее время прямо не закреплена в российском законодательстве, МОЕХ включил соответствующий раздел в Стандарты МОЕХ, подчеркнув, что проведение такой проверки влияет на качество составления проспекта ценных бумаг.

¹¹ См., Руководство для эмитента: как соответствовать лучшим практикам устойчивого развития (опубликовано МОЕХ 19.01.2025), документ доступен по следующей ссылке: <https://fs.moex.com/f/16010/mosbirzha-esg-rus-book-1012.pdf>.

¹² Напротив, в руководстве для эмитента 2023 г. было отмечено, что «на практике для осуществления успешного IPO и привлечения денежных средств от широкого круга инвесторов от эмитента ожидается включение его акций в уровень не ниже второго». См., Руководство для эмитента: как стать публичной компанией (IPO-гид) (опубликовано МОЕХ 12.12.2023), на стр. 71, документ доступен по следующей ссылке: <https://fs.moex.com/f/19351/mosbirzha-ipo-guide2023-rus-book.pdf>.

3.4 Рекомендации в отношении элементов структуры сделки IPO

Компаниям, рассматривающим проведение IPO на MOEX, также следует обратить внимание на рекомендации MOEX в отношении принципов аллокации акций, ограничений на продажу акций после IPO и механизмов стабилизации (включая рекомендации в отношении раскрытия информации о вышеперечисленных элементах сделок IPO).

АВТОРЫ



БУЛАТ ЖАМБАЛНИМБУЕВ

Управляющий партнер

bulat.zhambalnimbuev@betterchance.ru



ДИНА ИСКАНДЕРОВА

Старший юрист, Solicitor (Англия и Уэльс), LL.M.

dina.iskanderova@betterchance.ru



ГЕОРГИЙ КУРГАНСКИЙ

Юрист

georgy.kurgansky@betterchance.ru

Этот обзор распространяется исключительно в информационных целях и не является юридической консультацией.

www.betterchance.ru

© Better Chance (Лучший выбор) 2025