



При поддержке



ФИНАНСАЛ  
КОММУНИКАЦИОН  
АССОЦИАЦИЯ  
РАСКРЫТИЯ  
ИНФОРМАЦИИ  
И ОПТИМИЗМ  
ИНВЕСТИЦИОННЫМ

## Содержание выпуска

■ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО.....	2
ФСФР намерена повышать эффективность раскрытия информации.....	2
В России официально появилась профессия IR-щика .....	3
■ INVESTOR RELATIONS. Боремся с short selling.....	6
■ МЕЖДУНАРОДНЫЕ НОВОСТИ .....	9
■ ПРАКТИКУМ. Купля-продажа крупных пакетов акций.....	16

### Уважаемые коллеги!

Потрясения, пронесшиеся с лета прошлого года по мировым финансовым и товарным рынкам, заставили регуляторов и инвесторов по-новому посмотреть на проблемы раскрытия.

Так, участники рынка все более настойчиво требуют большей прозрачности от мировых рейтинговых агентств, которых упрекают в конфликте интересов и слишком либеральном, как оказалось, подходе к оценке некоторых видов долговых обязательств.

Кроме того, пристальное внимание привлекли к себе хедж-фонды, накопившие огромные средства и виновные, по мнению многих, в излишней волатильности финансового рынка. И от фондов требуют большей транспарентности.

Политики же ищут объяснения стремительному взлету цен на нефть в 2008 году. Обвиняя в нем спекулянтов, они поставили задачу повысить доступность информации о спросе и предложении сырья, чтобы у инвесторов была возможность принимать решения с опорой на фундаментальные данные.

МВФ тем временем завершает анализ фондов национального благосостояния, в которых накопилось \$2-3 трлн. Предполагается, что результатом станет принятие формального или неформального свода правил, предполагающих, в частности, более широкое раскрытие информации фондами и гарантии того, что их инвестиции преследуют экономические, а не геополитические цели.

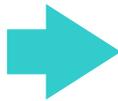
Банки же, понесшие миллиардные убытки на обеспеченных ипотекой облигациях, согласно новой практике, уже не смогут, как прежде, держать эти активы за балансом и не показывать в официальной отчетности, публикуемой для инвесторов.

Раскрытие в буквальном смысле стало новым лозунгом момента, и эта тенденция затрагивает все более широкий круг экономических субъектов.

Рынки, таким образом, могут выйти из мирового кредитного кризиса более прозрачными. Правда, придется подождать до следующего кризиса, чтобы узнать, насколько все эти меры оказались эффективными.

**Ваш Интерфакс**



 **ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО****ФСФР намерена повышать эффективность раскрытия информации**

*Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) намерена продолжать внедрение современных информационных технологий в сфере раскрытия информации и обеспечить более детальное раскрытие структуры собственности эмитентов, говорится в "Стратегии развития финансового рынка РФ на период до 2020 года", подготовленной службой.*

"Необходимо определить требования и процедуры более детального раскрытия структуры собственности российских эмитентов, и, прежде всего, информации о лицах, являющихся конечными собственниками (конечными бенефициарами) акций этих компаний", - говорится в документе.

Предполагается распространить обязанность раскрывать информацию о конечных бенефициарах также на профессиональных участников рынка ценных бумаг, управляющие компании и специализированные депозитарии.

ФСФР планирует внести в правительство проект соответствующих изменений в закон "О рынке ценных бумаг" к маю 2010 г.

Регулятор, согласно стратегии, планирует создать правовую основу деятельности рейтинговых агентств, предусмотреть более широкие возможности использования рейтингов при осуществлении регулирования деятельности финансовых посредников и управляющих компаний.

В связи с перспективой доступа иностранных ценных бумаг на российский финансовый рынок ФСФР ставит задачу по созданию нормативной базы, устанавливающей требования по раскрытию информации по этим инструментам.

ФСФР намерена дополнить процедуры раскрытия информации по облигациям с ипотечным покрытием требованием раскрытия информации об активах, за счет которых обеспечивается исполнение обязательств по этим облигациям. Аналогичные требования должны быть распространены на иные виды облигаций, эмитируемые в процессе секьюритизации.

"В связи с ускорением процесса формирования розничных инвесторов на фондовом рынке необходимо создать систему публичного раскрытия информации со стороны организаций, оказывающих розничные услуги на финансовых рынках", - отмечается в документе.

На финансовом рынке необходимо внедрить систему электронного документооборота, констатирует регулятор. Это позволит не только создать дополнительные возможности раскрытия информации об участниках финансового рынка, но и существенно снизить расходы, увеличить эффективность функционирования рыночных институтов, обмена информацией, совершения операций на рынке ценных бумаг.

ФСФР предлагает обновить и уточнить редакцию Кодекса корпоративного поведения: установить требования к корпоративному управлению профессиональных участников рынка ценных бумаг, управляющих компаний инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов; усовершенствовать процедуры поглощения акционерных обществ и т.д.

Отдельной задачей является повышение роли независимых директоров в публичных компаниях, говорится в стратегии. Необходимо также разработать детальные нормы корпоративного управления в компаниях с государственным участием, считают в ФСФР.

В России, отмечается в стратегии, должна быть сформирована эффективная законодательная база по предотвращению манипулирования ценами и совершения сделок на основе инсайдерской информации, выработаны общепринятые нормы поведения участников финансового рынка, а также работников регулирующих органов.

Планируется завершить работу над проектом федерального закона о противодействии злоупотреблений на финансовых и товарных рынках, разработать Кодекс поведения участников финансового рынка по предупреждению и недопущению манипулирования ценами и совершения сделок на основе инсайдерской информации на организованном финансовом рынке.

Предполагается, что положения указанного Кодекса будут носить рекомендательный характер, а контроль за его применением будет осуществляться регулятором совместно с СРО участников финансового рынка, а также биржами.

## В России официально появилась профессия IR-щика



*Министерство здравоохранения и социального развития России внесло в квалификационный справочник должностей руководителей, специалистов и других служащих позицию специалиста по связям с инвесторами. Это решение стало результатом инициативы Ассоциации развития финансовых коммуникаций и отношений с инвесторами. О том, как родилась эта инициатива, мы беседуем с исполнительным директором ассоциации Ольгой Ринк.*

### - Ольга, не могли бы Вы рассказать о том, что побудило Вас проявить инициативу и добиться официального признания профессии IR-специалиста в России?

- Ассоциация – это некоммерческая организация, которая занимается инфраструктурными информационными проектами, направленными на совершенствование финансового рынка. Исторически мы были более ориентированы на финансовую информацию – информационные продукты, системы раскрытия информации, боролись с произволом в области использования информации в Интернете. За счет конструктивного взаимодействия участников рынка, изучения зарубежного опыта, выработки рыночных решений (в том числе и юридических конструкций в договорной базе) и взаимных консультаций, к примеру, с адвокатами, МВД и другими структурами, нам удалось создать более цивилизованный рынок.

К биржам и агентствам, которые первыми пришли в ассоциацию, со временем стали присоединяться коммуникационные, аналитические агентства, аудиторы, оценщики, некоммерческие организации, представители эмитентов. Просто потому, что прозрачность и информационная культура эмитентов – основа, базис для всех.

Investor relations, финансовые коммуникации – смежная область с раскрытием информации. Она активно развивается в России, участники ассоциации создают IR-сервисы.

### - Почему взялись за регистрацию?

- Потому что это системная задача, общерыночная. Некоторое время мы ждали, пока этой задачей займется кто-то еще. Потом, когда поток обращений от компаний вырос, поняли, что пассивная позиция неконструктивна, и сделали сами.

PR знают (хотя роль PR также заметно изменилась в последние годы вместе с динамичным развитием информационных технологий, выходом предприятий на рынки заимствований), а вот IR оставался долго загадкой для начинающих публичных компаний.

День, когда вышел подписанный министром Татьяной Голиковой приказ №200 министерства здравоохранения и социального развития Российской Федерации, касающийся внесения позиции специалиста по связям с инвесторами в "Квалификационный справочник должностей руководителей,

специалистов и других служащих", может считаться официальным днем рождения IR-профессии в России. Рынок получил весьма востребованные нормативные документы о должностных инструкциях и квалификационных требованиях к IR-позициям. Для участников рынка, эмитентов многое стало яснее и понятнее. Но регистрация профессии - это только первый шаг.

### - Какие должности в сфере IR теперь официально существуют?

- Три из четырех внесенных должностей отнесены к руководителям, менеджменту организаций, таким образом, отмечена стратегическая роль профессионалов, отвечающих за организацию отношений с инвесторами.

Согласно приказу министерства, список должностей руководителей (подраздел "Должности руководителей") будет дополнен тремя позициями – директор по связям с инвесторами, менеджер по связям с инвесторами и начальник отдела по связям с инвесторами. Подраздел 2 "Должности специалистов" дополнен позицией "Специалист по связям с инвесторами".

### - Изучался ли опыт внесения в официальный перечень других профессий?

- Мы анализировали опыт внесения в этот же перечень PR-профессий. Правда, пошли другим, более коротким путем, и это позволило нам достичь цели быстрее. Это стало возможным, поскольку связи с инвесторами или "айар" - довольно специфическая область. Требуется широкая квалификация на пересечении финансов, пиара, отчасти юриспруденции, понимание общей культуры управления, определенный опыт работы и знание языков. Маловероятно, что много вузов страны смогут дать подобное образование на хорошем уровне. Более реальный путь подготовки российских специалистов - такой же, как и в других странах - через спецкурсы. В конце июня мы создали в ассоциации Комитет по сертификации специалистов по связям с инвесторами, задачей которого является создание такого спецкурса.

Подчеркну, что мы хотим сделать российскую программу, ориентированную на отечественную нормативную базу, с тем чтобы учить специалистов листингу на отечественной бирже. Это должен быть серьезный глубокий модульный курс. Очень возможно, что первый набор слушателей пройдет уже в 2008 году. Мы можем гордиться, что стандарты ассоциации рекомендованы даже Минобрнауки для использования при разработке образовательных программы вузов.

### - На основании каких данных обосновывалась необходимость признания профессии?

- Конечно, для такого рода решений требуется очень серьезное обоснование. В прошлом году ассоциация провела исследование "Профессия IR: становление, тенденции развития и перспективы", а затем, после обсуждения с участниками рынка, в том числе на Совете ассоциации и на всероссийском форуме "Информационная политика, раскрытие информации о компании", который прошел в Москве в июне 2007 года, на основе полного отчета о результатах исследования мы внесли свои официальные предложения в министерство здравоохранения и соцразвития.

Исследовательский проект ассоциации, касающийся профессиональной деятельности специалистов по связям с инвесторами, был подготовлен Комитетом по рейтингам ассоциации.

Исследование осенью 2007 года получило положительную оценку Наблюдательного совета, экспертного органа ассоциации, включающего представителей государственных структур и признанных специалистов рынка. Его председателем является Алексей Саватюгин, директор департамента финансовой политики министерства финансов РФ. В состав Наблюдательного совета входят сейчас также руководители Банка России, Минэкономразвития, ФСФР России, Высшего арбитражного суда, авторитетные топ-менеджеры инвестиционных структур и банков.

Перед проведением внутренней экспертизы министерства отчет получил высокую оценку Научно-исследовательского института труда и социального страхования. "Полученные результаты проведенного исследования могут быть, по нашему мнению, использованы Минобрнауки России при составлении программ профессиональной подготовки дипломированных специалистов, бакалавров и магистров по инвестиционной деятельности", - говорится в заключении, подготовленном ФГУП "НИИ ТСС".

**- Расскажите, какая информация содержится в вашем исследовании.**

- Задач было несколько. Ответить на вопросы, кто такие IR-специалисты, что делают и сколько стоят. Что такое IR как вид деятельности. Посмотреть динамику развития рынка IR-услуг в России: что пользуется спросом, что будет востребовано, по каким услугам рынок "перегрет".

Опрашивали не только москвичей, но и региональных специалистов, в том числе работников муниципалитетов, региональных администраций, которые также привлекают инвестиции.

**- Какие требования к айарщикам у компаний?**

- Наши эмитенты, по словам хед-хантеров, хотят брать на работу готовых специалистов. Поэтому вопрос, взять человека и обучать его внутри компании, как правило, не стоит. За исключением крупных структур - например, ПАО "ЕЭС России" регулярно проводило корпоративные тренинги для IR-специалистов дочерних компаний, готовило методическую базу.

IR-позиции находятся в компаниях почти на одном уровне, например, с финансовым директором (и нормативные документы это подтвердили). Отбор проводят сами акционеры, зачастую без участия HR-департамента.

10 лет назад высококвалифицированных специалистов в области IR приходилось приглашать из стран Западной и Восточной Европы. В России на сегодняшний день зарплаты у айарщиков гораздо выше, чем в странах Азии или Восточной Европы, которые прошли такой же бурный рост. Поэтому иностранным специалистам также интересно приехать поработать в Россию, особенно учитывая, что они платят здесь меньше налогов. В последнее время началась и подготовка местных специалистов. Признание профессии позволит нашим IR-специалистам поднять уровень квалификации, нам - создать систему подготовки, дать возможность обеспечить компании квалифицированными отечественными кадрами.

**- Как Вы думаете, будут ли компании теперь вносить изменения в свое штатное расписание?**

- Не уверена насчет изменений, но для новых эмитентов однозначно появились ориентиры, стандарты, не нужно начинать с нуля, как это делали "первопроходцы".

**- Получается, чтобы официально стать, например, начальником отдела по связям с инвесторами, требуется иметь финансовое или экономическое образование или иметь степень MBA? Наверное, далеко не все российские IR-специалисты удовлетворяют этим требованиям.**

- Наверное, не все, но это вопрос достаточно просто решаемый, при желании. Было бы хуже, если бы требовалась квалификация IR-специалиста в дипломе государственного образца. Это действительно привело бы к некоторому коллапсу. Для любого IR-щика легализация в стране его профессии - уже знаковое событие, признание его роли в инвестиционном процессе, становлении фондового рынка в целом.

Некоммерческая организация "Ассоциация развития финансовых коммуникаций и отношений с инвесторами" (ранее - Ассоциация распространителей финансово-экономической информации) создана в 2000 году, она объединяет организации, активно работающие в области деловой информации, финансовых коммуникаций, IR. Цель ассоциации - повышение информационной прозрачности и инвестиционной привлекательности российского рынка, создание условий для справедливой и добросовестной конкуренции на рынке финансовой и экономической информации. В ассоциацию, которая является открытой для всех участников рынка, сейчас входят ведущие российские биржи, СМИ, в том числе ведущие информационные агентства, коммуникационные агентства, аналитические и консультационные компании.

Полный отчет о результатах исследования "Профессия IR: становление, тенденции развития и перспективы" включает около 40 страниц, на сайте [www.arfi.ru](http://www.arfi.ru) можно почитать его краткую версию.

## ➔ INVESTOR RELATIONS

### Боремся с short selling



*Михаил Матовников,  
генеральный директор ЗАО "Интерфакс Бизнес Сервис"*

*Если компания столкнулась с длительным и глубоким снижением капитализации или со значительным отставанием акций от индекса, то, возможно, это связано с активностью спекулянтов, вовлеченных в короткие продажи (продажи без покрытия) акций компании, что оказывает значительное негативное влияние на капитализацию. Продажа без покрытия (short selling) – продажа ценных бумаг, взятых в долг, с расчетом продавца на их последующую покупку по более низкому курсу для возвращения кредитору. Что делать в такой ситуации?*

#### Кто виноват?

В ситуации коротких продаж у компании всегда возникает желание найти и "наказать" плохих инвесторов. Однако найти их как раз очень трудно, т.к. подобного рода операции в принципе не могут проводить инвесторы, раскрывающие информацию о своих активах – значит, искать надо в "серой зоне" инвестиционного сообщества.

- Обычно прямо указать пальцем сложно, но полезно помнить следующие факты:
- Организатором схемы "коротких продаж" может быть инвестиционный банк, включая финансовых партнеров компании. Компания и банк "сидят в разных лодках" и могут иметь противоположные интересы.
- Предложение акций в кредит могут обеспечивать самые крупные и долгосрочные инвесторы компании, которые не могут продать весь пакет, но хотят хотя бы заработать на процентах, если уж котировки падают.
- Так как short selling – это экстремально рискованная политика, инвестор прибегает к ней, только проанализировав документы на сайте компании и отчеты аналитиков; большинство таких инвесторов встречались с компанией или тесно работают с лицами, поддерживающими такой контакт (например, аналитиком банка). То есть стоит повнимательнее присмотреться к своим знакомым. Крайне маловероятно, что это кто-то, кого вы не знаете.

## Осторожно, хедж-фонды

Хедж-фонды (hedge fund) заметно отличаются от традиционных паевых фондов (mutual fund). Главное отличие с точки зрения компании – это принципиально иная политика инвестирования и низкий уровень информационной открытости.

Инвестиционная политика паевых фондов регламентирована законодательством. По большому счету, единственная инвестиционная операция паевого фонда – это покупка или продажа ценных бумаг компании за счет средств инвесторов. Политика хеджевых фондов в этом отношении радикально отличается.

Само название "хедж-фонд" происходит от одной из первых разработанных операций хеджирования дохода инвестора: фонд среди всех компаний сектора выбирает "лучшую" и "худшую" компанию – и покупает акции "лучшей" компании, одновременно занимая короткую позицию на ту же сумму по бумагам "худшей" компании.

В результате, когда рынок растет, акции фаворита дорожают быстрее – увеличивается и доход инвестора, а когда рынок падает, акции аутсайдера дешевеют быстрее – а доход инвестора опять повышается вне зависимости от динамики рынка. В этом, собственно, и состоит простейшая стратегия хеджирования.

Важно понимать, что с точки зрения инвестора "худшая" компания – вовсе не обязательно компания с худшими позициями в своем секторе, "худшая" – это компания с наименьшими перспективами роста курса акций.

Естественно, если значительное число инвесторов начинают играть в эти игры с ценными бумагами компании, акции "фаворита" усиливают рост, а акции "аутсайдера" падают еще быстрее.

Схема хеджевой покупки и продажи акций – вовсе не что-то из западной практики, не касающееся напрямую российских компаний. Осенью 2007 года именно продажа "в короткую" акций ВТБ и покупка "в длинную" Сбербанк определила значительное расхождение бумаг двух банков, при том что с фундаментальной точки зрения ВТБ совсем не сильно пострадал от мирового кризиса ликвидности. Такая стратегия могла принести инвесторам за июнь-ноябрь 2007 года почти 40%, при том что индекс РТС за этот период вырос всего на 25%, акции Сбербанк поднялись еще меньше – на 19%, а ценные бумаги ВТБ и вовсе упали на те же 19%.

Стоит сказать, что подобного рода операциями активно занимаются и сами инвестиционные банки при вложении собственных средств (в отличие от управляемых ими же паевых фондов).

Схема коротких продаж имеет начало и конец, поэтому массовое закрытие коротких и длинных позиций грозит ухудшением динамики котировок акций уже "фавориту" предыдущего периода (в то время как акции бывшего "аутсайдера", напротив, поднимаются).

## Кто в зоне риска?

Для того, чтобы компания могла стать жертвой подобной атаки, должны сложиться несколько условий, каждое из которых является важным.

- У компании должен быть прямой конкурент в отрасли, чтобы обеспечить коррелированное движение акций в рамках сектора.

То есть компания, являющаяся единственным эмитентом в отрасли, вряд ли станет жертвой такой атаки.

- У аналитиков и инвесторов должно сложиться устойчивое представление, что акции одной компании в ближайшие несколько месяцев будут расти медленнее, чем другой.

Очень важен срок – несколько месяцев, т.е. падение стоимости из-за аварии на производстве быстро отразится в ценах и не будет иметь своим результатом долгосрочный тренд снижения цен. Типичная причина долгосрочного тренда: сравнительно большая уязвимость одной компании перед внешними рисками по сравнению с другой или, наоборот, большая вероятность воспользоваться позитивной конъюнктурой. Еще один вариант – несогласие инвесторов со стратегией развития, реализуемой менеджментом компании.

- Акции компании должны быть сравнительно ликвидны (как минимум, торговаться без спреда).
- Важный фактор, помогающий развитию риска коротких продаж – это IR, работающий в одностороннем режиме, то есть только передающий информацию от компании инвесторам и аналитикам, но не транслирующий менеджменту опасения инвестиционного сообщества.

Во многих случаях именно утрата доверия инвесторов к менеджменту компании является важным фактором для долгосрочной игры на снижение котировок. Неспособность к диалогу с инвесторами, работа IR в режиме "радио", а не "телефона" только закрепляет негативный тренд.

### Что делать?

У компании существует несколько способов повысить интерес институциональных инвесторов к своим акциям.

- Эмитент может организовать road show, привлекая к участию тех инвесторов, которые все еще сохраняют рыночную активность, а также встречаясь с новыми потенциальными инвесторами. Такие личные встречи обычно дают отличные результаты.
- Другой широко распространенный подход – это программа выкупа акций, которая, с одной стороны, позволяет поддерживать их курс на определенном уровне, а с другой - ограничивает количество бумаг, приобретаемых брокерами.
- Закрытию коротких позиций может способствовать резкий (после и разовый) рост стоимости акций под влиянием какого-либо корпоративного события. Убытки, которые несут спекулянты, могут заставить их переоценить уровень риска подобного рода стратегии.
- Еще один часто применяемый тактический ход – прогнозирование прибыли. Нередко случается, что своевременное оглашение финансового прогноза помогает привлечь инвесторов. Как известно, принимая решения о продаже или покупке акций, инвесторы преимущественно полагаются на результаты различных исследований. Однако в любых исследованиях могут возникнуть неточности, а прогноз прибыли оказаться заниженным. Чтобы предоставить инвесторам более достоверную и точную информацию и тем самым повысить их интерес к своим акциям, эмитентам имеет смысл прогнозировать свою прибыль самостоятельно.
- В некоторых случаях подогреть интерес к акциям может покупка акций инсайдерами (например, контролирующим акционером или менеджментом), которая, равно как выкуп акций, способствует повышению ликвидности, а кроме того, служит важным сигналом для инвестиционного сообщества, что компания будет расти, а цена ее бумаг повышаться.
- Наконец, иногда эмитенты успешно используют различные PR-ходы. В частности, упоминания о них регулярно появляются на страницах популярных финансовых изданий. Хотя институциональные инвесторы чаще всего прекрасно осведомлены о потенциальных объектах инвестиций, иногда они неохотно вкладывают средства в ту или иную компанию из-за нехватки информации о ней или регионе, где она расположена. А благодаря мощной PR-кампании возникает возможность создать определенный ажиотаж, позволяющий привлечь внимание инвесторов.

Однако самым эффективным решением будет решение, разработанное для данной компании в конкретной ситуации, т.е. напрямую "работающее" с опасениями инвесторов. Очень важно продемонстрировать в ответ на эти опасения, что компания сделала выводы и принимает меры, чтобы изменить ситуацию. Именно создание и активный контур обратной связи с инвесторами может изменить ситуацию. Значит, это тот случай, когда IR имеет значение.

Компания "Интерфакс Бизнес Сервис" является дочерней компанией Группы "Интерфакс" и специализируется на оказании сервисов и консалтинговых услуг в области отношений компаний с инвесторами (Investor Relations) в России и странах СНГ.

 **МЕЖДУНАРОДНЫЕ НОВОСТИ****Эмитенты хотят, чтобы фонды раскрывали данные о покупке деривативов на акции**

*Хедж-фонды оказались под давлением эмитентов и регуляторов, которые требуют от них раскрывать больше информации об инвестициях, даже если речь идет не о прямой покупке акций, а о приобретении различных производных инструментов на них, пишет Financial Times.*

Американская железнодорожная корпорация CSX подала иск против The Children's Investment Fund и 3G Capital Partners, обвиняя их в использовании свопов на акции с целью получения влияния в компании и покупки в ней в итоге значительного пакета, избегая при этом раскрытия информации о своих приобретениях. Две финансовых компании стремятся получить 5 из 12 мест в совете директоров CSX, чтобы изменить стратегию оператора.

Международная ассоциация участников рынка свопов и деривативов (ISDA) поддержала The Children's Investment Fund, сообщив суду, что изменение правил в отношении производных инструментов "создаст на рынках деривативов и ценных бумаг значительную неопределенность и снизит законную и приветствуемую торговую активность". Аналогичной точки зрения придерживаются и эксперты Комиссии по ценным бумагам и биржам США (The Securities and Exchange Commission, SEC).

Однако сторонники большей открытости, которые считают вполне законным желание эмитентов знать, кто входит в число их важнейших собственников, добились прогресса в Великобритании и Швейцарии.

Британский регулятор Financial Services Authority может ввести дополнительные нормы по раскрытию информации по итогам анализа, который должен завершиться в этом месяце.

FSA оценил, что введение обязательного раскрытия информации о владении производными на пакет, превышающий 5% акций компании, обойдется инвесторам в сумму до 50 млн фунтов в год. При этом уже сейчас участники рынка должны сообщать о покупке более 1% акций британских компаний в случаях, когда речь идет о возможности поглощения (Takeover Panel Rules).

В Швейцарии по итогам схватки между британской Laxey Partners и местной строительной компанией Implexia регулятор постановил, что Laxey нарушила закон, аккумулировав через счета в банках 22% акций компании без раскрытия этой информации.

В то же время хедж-фонды, поддерживаемые ISDA, заявляют, что оснований для раскрытия информации о покупке производных на акции нет, так как эти инструменты не дают права на участие в голосовании акционеров, не могут быть напрямую конвертированы в акции. Большинство фондов покупают те же свопы, чтобы заработать на движении цен, а не с целью приобретения доли в компании.

Ричард Меткалф из ISDA считает, что требование о раскрытии информации о деривативах будет вносить путаницу, создавая ощущение, что владельцы этих бумаг имеют право на голос в компании. На самом же деле его у них нет.

Хедж-фонды и инвесторы-активисты любят деривативы, так как они позволяют им собрать значительные пакеты в компании до того, как это становится широко известным (после этого обычно происходит скачок цен акций). Если бы они действовали только путем прямой покупки бумаг, это делало бы процесс аккумулирования пакетов более затратным.

## ЕС ужесточит надзор за рейтинговыми агентствами, SEC указывает на недостатки в их работе

*Министры финансов стран ЕС в июле одобрили планы, направленные на более жесткое регулирование деятельности рейтинговых агентств.*

В рамках реализации этих планов Комитет европейских регуляторов ценных бумаг (Committee of European Securities Regulators, CESR) со штаб-квартирой в Париже возьмет на себя функции по регистрации европейских рейтинговых агентств и надзору за соблюдением ими кодекса.

Одним из требований Еврокомиссии является разделение внутри рейтинговых агентств структурных подразделений - консультирующих компании по выпуску облигаций и присваивающих рейтинг облигациям.

По мнению многих, система добровольного саморегулирования рейтинговых агентств продемонстрировала свою несостоятельность, учитывая опыт последнего финансового кризиса.

В США рейтинговые агентства, такие как Standard & Poor's, Moody's Corp и Fitch Ratings, проходят сертификацию с конца прошлого года и подчиняются правилам Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC).

Американская комиссия обнаружила "серьезные недостатки" в работе трех ведущих рейтинговых агентств, заявил в июле глава SEC Кристофер Кокс, обвинив их в том, что в погоне за прибылью они недостаточно следили за качеством оценок ипотечных ценных бумаг.

В отчете SEC говорится, что проведенное комиссией в течение 10 месяцев исследование деятельности рейтинговых агентств выявило такие недостатки, как низкая открытость при принятии решений, отсутствие четко определенных принципов и критериев оценки ипотечных ценных бумаг. Кроме того, рейтинговые агентства не проявили должной бдительности в отношении необходимости избегать в своей деятельности конфликта интересов. Отчет комиссии констатирует, что агентства не справляются с растущим спросом на профессиональную оценку рисков.

S&P и Moody's заявили, что уже внесли изменения в процесс присвоения рейтингов и готовы на дальнейшие шаги по улучшению качества оценки.

## Эксперты предлагают компаниям США отказаться от прогнозирования квартальной прибыли

*Американские эксперты предлагают компаниям отказаться от публикации прогнозов в отношении прибыли за предстоящий квартал, чтобы избавить менеджмент от необходимости фокусироваться только на краткосрочных результатах.*

Центр экономического развития (The Center for Economic Development), возглавляемый бывший главой Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) Уильямом Дональдсоном, в своем докладе предлагает членам совета директоров делать акцент на долгосрочных целях развития компаний. Советы директоров должны также поддерживать усилия менеджмента по формированию стратегии на перспективу, говорится в докладе.

"Нашу основную озабоченность вызывает то, что акцент на краткосрочную перспективу - чрезмерное внимание к квартальным финансовым результатам, а не к фундаментальным факторам роста, увеличению стоимости бизнеса - в реальности ограничивает рост некоторых американских корпораций и, следовательно, всей экономики США", - говорится в докладе центра.

По мнению экспертов, краткосрочность мышления стала одной из причин проблем вокруг компаний Enron, WorldCom.

Публикация квартальных прогнозов является общепринятой, хотя и не всеобщей практикой для компаний в США. Зачастую эти прогнозы оказываются заниженными, чтобы компании имели возможность показать инвесторам превышение "плана".

## SEC обсуждает изменения в отчетности компаний

*Консультативный комитет Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) США предлагает внести существенные изменения в систему раскрытия компаниями финансовой информации, свидетельствуют дискуссионные материалы, размещенные на сайте регулятора.*

В частности, члены Комитета по совершенствованию финансовой отчетности предлагают, чтобы квартальные отчеты компаний в будущем начинались с короткой выжимки основной информации, содержащейся в документе. Необходимость такого шага связана, по их мнению, с тем, что сейчас инвесторы часто воспринимают квартальные отчеты как слишком сложные. Резюме, считают они, может также отдельно публиковаться на сайте компании, снабжаться гиперссылками, чтобы давать возможность пользователям быстро получать, если это понадобится, более подробную информацию.

Эксперты поддержали инициативы по разработке отраслевых показателей, характеризующих деятельность компаний (key performance indicators, KPIs), но при этом не находящихся сейчас отражения в квартальных отчетах. Такие показатели, по их мнению, должны помогать инвесторам глубже видеть бизнес компаний.

Комитет поддержал серию предложений по изменению правил предоставления отдельных финансовых показателей с целью сделать эти цифры более понятными для инвесторов. В частности, необходимо более четко разделять реально полученные за отчетный период средства от чисто бухгалтерских изменений, говорят эксперты.

По их мнению, нужно также навести порядок с корректировкой отчетности. Почти 10% всех публичных компаний в США в 2006-2007 гг. задним числом вносили изменения в свои финансовые отчеты. Иногда процесс корректировки занимает больше года, в этот период компания оказывается в "темной полосе", предоставляя очень мало информации инвесторам.

Эксперты предлагают отделить процесс определения того, насколько обнаруженная ошибка существенна для отчетности компании, от самого процесса корректировки. С одной стороны, компания обязана быстро обнародовать обнаруженную ошибку. С другой, это автоматически не означает, что финансовая отчетность за предыдущие годы должна исправляться. Необходимость такого шага возникает только в случае, говорится в дискуссионном документе, если исправление будет существенным с точки зрения инвесторов, принимающих решения в текущий момент времени.

Члены Комитета поддержали также усилия SEC по поэтапному введению языка XBRL в отчетность компаний. Этот язык позволяет присваивать каждой единице данных собственную метку (tag), чтобы затем обрабатывать их автоматически.

## США создадут новую базу данных для раскрытия финансовой информации

*Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) США объявила, что заменит устаревшую систему получения, обработки и распространения финансовой информации компаний на новую интерактивную базу данных, пишет The Financial Times.*

Интерактивная система сбора данных (Interactive Data Electronic Applications, IDEA) сначала будет работать в дополнение, а затем заменит ныне существующую систему EDGAR.

В отличие от EDGAR, новая система обработки финансовых отчетов позволит инвесторам и аналитикам напрямую загружать эту информацию в электронные таблицы. IDEA предполагает использование языка XBRL в отчетности компаний.

"Это не просто переименование EDGAR. Это фундаментальное изменение системы SEC для сбора и распространения информации, - заявил председатель комиссии Кристофер Кокс. - IDEA является новым технологичным средством, которое может сделать работу аналитиков и инвесторов существенно быстрее, лучше и дешевле".

В мае представители SEC заявляли о том, что комиссия обратится к крупным публичным компаниям США с просьбой начать предоставлять результаты финансовой отчетности в формате XBRL уже к началу 2009 года.

## SEC повышает роль корпоративных сайтов в раскрытии информации

*Американская Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) намерена повышать роль корпоративных сайтов как канала раскрытия информации и предложила на обсуждение участников рынка ряд конкретных инициатив в этой сфере.*

Рекомендации призваны учесть изменения, произошедшие в интернет-пространстве с 2000 года (когда комиссия в последний раз выпускала нормативные документы, касающиеся онлайн-раскрытия информации), в частности, распространение социальных сетей, блогов, RSS, повышение интерактивности сайтов.

"Прогресс развития технологий, постепенное сокращение затрат на их внедрение дают сегодня возможность повышать интерактивность и оперативность информации на сайтах компаний, - считает глава SEC Кристофер Кокс. - Мы признаем, что, позволяя компаниям представлять данные в формах, которые отличаются от предписываемых нашими шаблонами и являются более продвинутыми, нежели документы для EDGAR (официальной системы раскрытия информации SEC - ИФ), мы помогаем инвесторам".

Согласно материалам SEC, предлагается уточнить, каким конкретным требованиям должно отвечать размещение информации на корпоративном сайте, чтобы эти данные могли формально рассматриваться как "общедоступные".

SEC хочет дать точные указания в отношении правил размещения гиперссылок на архивные материалы и другие интернет-ресурсы, чтобы это не приводило к возникновению юридических последствий для компаний (например, чтобы открытие доступа к историческим материалам не могло рассматриваться с юридической точки зрения как их повторная публикация).

Предлагается вывести материалы, размещаемые на сайте, из-под действия процедур, предусмотренных законом Сарбейнса-Оксли, чтобы сократить число связанных с этим бюрократических процедур.

SEC, чтобы сделать корпоративные интернет-ресурсы более динамичными и интерактивными, намерена отменить свое стандартное требование, согласно которому информация компаний, представленная на сайте, должна быть пригодна к распечатке ("printer-friendly").

При этом пока SEC не готова к тому, чтобы однозначно считать размещение информации лишь на корпоративном сайте публичным раскрытием, хотя и движется в последнее время именно в этом направлении. Комиссия учитывает, насколько сайт компании является признанным каналом распространения информации, насколько он технологически (например, за счет RSS потоков) делает информацию доступной для всего рынка.

## SEC готовится разрешить американским публичным компаниям перейти на МСФО

*Американская Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) может принять решение о переходе публичных компаний на использование международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) вместо действующих сейчас в США стандартов US GAAP.*

Комиссия объявила, что выносит на публичное обсуждение дорожную карту, которая, если она будет одобрена, позволит компаниям, рыночная стоимость которых превышает \$700 млн, полностью перейти на МСФО к 2014 году. Затем реформа, как предполагается, будет распространена и на эмитентов с меньшей капитализацией.

При этом крупнейшие корпорации, возможно, получат право перейти на МСФО даже раньше 2014 года.

Растущая интеграция мировых рынков капитала, в результате которой две трети американских инвесторов стали владельцами ценных бумаг иностранных эмитентов, которые отчитываются по МСФО, делает введение единых качественных стандартов финансовой отчетности задачей все большей важности, говорится в сообщении SEC.

Использование единых стандартов по всему миру может дать инвесторам больше возможностей для сравнения показателей и повысить доверие к прозрачности финансовой отчетности в глобальном масштабе, считают в комиссии.

Предполагается, что эта мера может также снизить стоимость заимствований для компаний, облегчить трансграничные инвестиции.

Сейчас более 100 стран, включая 27 стран ЕС, Китай, Индию, Японию, уже используют или начинают использовать МСФО.

SEC планирует принять окончательное решение о возможности перехода публичных компаний США на МСФО в 2011 году.

Ранее SEC отменила требование к иностранным компаниям, имеющим листинг в США, переводить свою отчетность из МСФО в US GAAP.

Американская система отчетности является более детализированной, а МСФО, скорее, предполагает следование компаний более широким принципам. Системы также имеют отличия в таких вопросах, как, например, момент учета изменения стоимости инвестиций.

Некоторые аналитики считают, что в целом МСФО, скорее, позволяют компаниям показывать несколько более высокие прибыли, чем при использовании US GAAP.

## Ошибочное сообщение уронило акции United Airlines на 25% за час

*Ошибочная "молния", вышедшая на информационном терминале, в которой говорилось о решении авиакомпании United Airlines подать иск о добровольном банкротстве, вызвала 8 сентября снижение акций перевозчика с \$12 до \$9 в течение менее чем часа, сообщает International Herald Tribune.*

United назвала причиной ошибки статью многолетней давности (в 2002-2006 гг. авиакомпания действительно находилась в состоянии банкротства) из Chicago Tribune, которая была размещена на сайте другой газеты - The South Florida Sun-Sentinel.

В свою очередь, аналитическая компания Income Securities Advisors разместила ссылку на материал на своей странице в терминале Bloomberg, а агентство выпустило на этой основе "молнию".

The South Florida Sun-Sentinel заявила, что злополучную статью можно было найти только в архиве публикаций, а на самом сайте она в последнее время не размещалась.

Securities Advisors сообщила, что ее сотрудник проводил обычный поиск через Google всех сообщений о банкротствах за 2008 год и наткнулся на статью Chicago Tribune. При этом, по этим данным, на сайте Sun-Sentinel материал имел "свежую" дату и соседствовал с данными об очередном урагане, который приближается сейчас к берегам США.

Сотрудник фирмы после этого дал ссылку на статью в обзоре по банкротствам, который регулярно размещается на странице Securities Advisors в системе агентства Bloomberg. После этого заголовок ошибочного сообщения появился в ленте новостей.

Достоверность сообщению придало то, что на фоне высоких цен на топливо рынок действительно испытывает сейчас обеспокоенность по поводу финансового положения авиаперевозчиков.

После получения опровержений сообщение, вызвавшее обвал котировок, было аннулировано, однако еще до этого резкое падение цен акций United привело к остановке торгов этими бумагами.

## Компании США игнорируют правила раскрытия, касающиеся зарплаты менеджеров

*Большинство компаний США уклоняются от выполнения введенного два года назад требования, согласно которому они обязаны раскрывать, к достижению каких конкретных целей привязаны бонусы их руководителей, свидетельствует исследование юридической фирмы James Reda & Associates.*

Согласно исследованию, только 47% компаний средней капитализации, входящих в индекс MidCap 400, рассчитываемый Standard & Poor's, опубликовали требуемые данные о краткосрочных результатах развития, по достижении которых выплачиваются, например, годовые бонусы CEO. По сравнению с 2006 годом этот показатель, однако, вырос в 2 раза, отмечает газета International Herald Tribune.

Что касается долгосрочных целей (например, критериев для предоставления опционов менеджерам), 62% компаний раскрыли эти данные по итогам 2007 года. В 2006 году этот показатель составлял 41%.

Американская Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) ввела требование о публикации критериев, на основании которых выплачиваются различные дополнительные вознаграждения руководителям, чтобы исключать возможность получения ими щедрых выплат в ситуации, когда компании не радуют акционеров высокими достижениями.

В то же время SEC разрешила не публиковать детальные данные о бизнес-целях, предусмотренных планами компании, если это может навредить ее конкурентным позициям в отрасли. Большинство эмитентов, чтобы не раскрывать данные по вознаграждениям, прибегают именно к этой отговорке.

Наиболее стандартными показателями, которые раскрываются в качестве целей для менеджеров, является заработок из расчета на акцию, процент увеличения прибыли, рост выручки.

Примерно 60% компаний, раскрывающих эти показатели, их достигают или превосходят. Это наводит на мысль, что эмитенты устанавливают заниженные ориентиры, достичь которых не составляет особого труда.

В то же время число компаний, которые не выплатили менеджерам краткосрочное вознаграждение, так как не были достигнуты установленные цели, достигло 24% против 11% в предыдущем году. Возможно, это свидетельствует о том, что ситуация с необоснованными выплатами вознаграждений начинает все же улучшаться.

## SEC корректирует правила работы для иностранных эмитентов в США

*Американская Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) приняла решение сократить срок, в течение которого иностранные компании, акции которых торгуются в США, должны предоставлять годовые отчеты на английском языке.*

Согласно этому решению, отчеты должны направляться в SEC в течение четырех, а не шести месяцев, как сейчас, после завершения очередного финансового или календарного года, свидетельствуют материалы, размещенные на сайте регулятора.

Одновременно Комиссия отменила требование, согласно которому отчет должен предоставляться, в том числе, в печатном виде. Иностранные компании при этом должны будут обеспечить инвесторам доступ к этому документу через Интернет.

"Это позволит американским инвесторам получать доступ к информации, раскрываемой иностранными компаниями, более оперативно и при этом бесплатно", - заявил глава Комиссии Кристофер Кокс.

Согласно другим изменениям, иностранные эмитенты получают возможность не регистрировать в США проспекты эмиссий, если они выпускаемые бумаги соответствуют ряду требований и при этом торгуются только на внебиржевом рынке. Регистрация в США сохраняется только для акций, имеющих листинг на бирже.

SEC в последнее время предпринимает целенаправленные усилия с целью снижения барьеров между рынками капиталов, рисков при трансграничных инвестициях и издержек для эмитентов.

## ПРАКТИКУМ

### Купля-продажа крупных пакетов акций: практические вопросы



*С заместителем начальника Управления эмиссионных ценных бумаг Федеральной службы по финансовым рынкам РФ Павлом Филимошиным беседует руководитель Службы раскрытия информации "Интерфакса" Дмитрий Оленьков.*

- Павел Михайлович, на сегодняшний день клиентами Службы раскрытия информации "Интерфакса" являются около 7 тысяч юридических лиц, и мы часто получаем от них вопросы юридического характера, которые находятся вне компетенции информационного агентства. В связи с этим нам хотелось бы побеседовать с Вами по одной весьма актуальной теме, волнующей наших клиентов – правилам приобретения крупных пакетов акций, установленных главой XI.1 закона об акционерных обществах. Эти правила вступили в силу с 1 июля 2006 года, но до сих пор у профессионалов возникают вопросы относительно применения норм этой главы. Так, многие задаются вопросом – а зачем вообще необходимо было вводить такие детально конкретизированные нормы отдельной главой закона?

- Действительно, спорных вопросов хватает. В ФСФР России уже появились какие-то наработки, какие-то позиции по некоторым спорным вопросам, но до сих пор возникают и новые вопросы, новые проблемные нормы, которые мы продолжаем разбирать, на которые продолжаем искать ответы. Иногда находим, иногда не очень это получается, но в целом глава работает.

Глава XI.1 федерального закона "Об акционерных обществах" отражает объективную вещь, связанную с переходом прав на крупные пакеты акций. У нас вообще экономика в Российской Федерации - это экономика именно крупных пакетов, т.е. в большинстве компаний контрольные пакеты акций сконцентрированы либо в одних руках, либо в руках очень узкого круга лиц. Очень редка ситуация, когда имеется большое количество собственников с небольшими пакетами, и ни у кого нет контрольного пакета при обсуждении вопросов на общем собрании акционеров.

Сделка по уступке крупного пакета означает переход корпоративного контроля в таком обществе. Почему это объективный процесс? Если собственники компании управляют ее ресурсами неэффективно, нерационально, т.е. не имеют ту норму прибыли, которая в аналогичных условиях при сравнимых обстоятельствах может быть получена, рано или поздно находится лицо, которое перехватывает управление в этом обществе и начинает использовать эти ресурсы более рационально, более эффективно, т.е. это рыночный механизм, который позволяет перераспределить контроль, обеспечивая тем самым использование ресурсов – экономических, людских, материальных, интеллектуальных для общественного блага.

Раньше, до вступления в силу этой главы, такие сделки фактически ничем не регулировались. Была всего одна статья в законе, которая носила рамочный характер и не содержала самой технологии приобретения крупных пакетов акций.

Самое главное достоинство этой главы заключается в том, что она ввела цивилизованные рамки для сделок купли-продажи крупных пакетов акций. У нас появился, можно сказать, организованный рынок, регулируемый рынок, на котором такие сделки совершаются, на котором обеспечивается государственный контроль.

**- Первая процедура, упомянутая в главе XI.1 – добровольное предложение. Добровольное предложение – это публичная оферта, которая адресуется владельцам голосующих акций. Какие особенности можно отметить в реализации процедуры добровольного предложения?**

- Важным требованием, которое предъявляется к добровольному предложению, является количество акций, которое лицо, его направляющее, должно намереваться приобрести. Такое количество акций должно превышать 30% от общего количества размещенных голосующих акций. При этом количество акций необходимо рассчитывать с учетом бумаг, которые уже принадлежат лицу, делающему предложение, и его аффилированным лицам, т.е. если у лица, делающего предложение, скажем, есть 29%, он может сделать добровольное предложение еще на 2%, чтобы в сумме получить более 30% голосующих акций.

Если у лица уже более 30% голосующих акций, он может сделать добровольное предложение на любое количество бумаг вплоть до одной акции.

Добровольное предложение может сделать АБСОЛЮТНО ЛЮБОЕ лицо. В законе нет требования, чтобы это был обязательно акционер, обязательно юридическое или физическое лицо, обязательно нерезидент или наоборот резидент Российской Федерации.

**- Правильно ли я понимаю, что цена в добровольном предложении может быть абсолютно любой, и можно сделать добровольное предложение по какой-нибудь смехотворно малой цене, по которой все равно никто акции не продаст, но зато можно заблокировать работу совета директоров ОАО, чьи акции являются объектом такого предложения?**

- Добровольное предложение может быть сделано по любой цене, т.е. это не обязательно должна быть цена, которая соответствует более-менее реальной текущей рыночной стоимости. Например, какова сегодня рыночная цена одной акции "Газпрома"?

**- Около трехсот рублей**

- В принципе, любой желающий может сделать предложение о приобретении соответствующего количества акций "Газпрома" за 1 копейку.

Какие последствия это влечет для общества, в отношении которого делается такое предложение? Последствия тоже перечислены в законе и связаны с тем, что ряд решений, ряд вопросов компетенции совета директоров переходят в компетенцию общего собрания акционеров. Это, в частности, вопросы, связанные с увеличением уставного капитала, размещением ценных бумаг, конвертируемых в акции, одобрением сделок, связанных с отчуждением имущества, стоимость по которым составляет 10 и более процентов балансовой стоимости активов, одобрение любых сделок с заинтересованностью, пересмотр размера вознаграждения, которое выплачивается при досрочном прекращении полномочий членов органов управления, и т.д.

То есть очевидно, что целью такого предложения являлось бы не приобретение соответствующего количества акций компании, а максимальное затруднение ее нормальной деятельности.

Когда мы эту ситуацию разбирали, в том числе с представителями Высшего арбитражного суда Российской Федерации, мы в общем-то сошлись во мнении, что это будет представлять собой злоупотребление правом. В этой связи я, конечно, не могу сказать, что не нужно соблюдать закон, не нужно предпринимать всех действий, которые предусматривает закон, но, например, если общество не будет направлять такое предложение акционерам, принимать рекомендации по этому предложению, то вряд ли суд примет решение о возмещении убытков лицу, делающему такое добровольное предложение. На мой взгляд, суд прежде всего будет исходить из того, что данным действием лицо злоупотребляет правом и вмешивается в обычную, нормальную хозяйственную жизнь компании.

В том числе для того, чтобы этой процедурой не злоупотребляли, статья о добровольном предложении содержит требования о представлении в обязательном порядке вместе с предложением нотариальной копии банковской гарантии. Соответственно, банковская гарантия

предоставляется на возмездной основе, и это некоторым образом препятствует направлению добровольного предложения на большое количество ценных бумаг по минимальной цене, хотя, конечно, если цена очень маленькая, то и сумма банковской гарантии, а, соответственно и ее стоимость, не остановят лицо, которое намеревается такое предложение сделать.

**- Добровольное предложение может предусматривать приобретение не всех голосующих акций ОАО, а только их части. Как быть в ситуации, когда в ответ на такое предложение поступит заявление о продаже ценных бумаг в большем количестве, чем указывается в добровольном предложении?**

- Закон предусматривается следующий ответ – такие заявления удовлетворяются пропорционально, если иной порядок не указан в добровольном предложении или в самом заявлении о продаже ценных бумаг.

Что может быть указано "иное" в условиях добровольного предложения? Мне приходит всего один возможный вариант - это удовлетворение заявлений в порядке их поступления, так называемая "календарная очередность удовлетворения заявлений", т.е. те заявки, которые приходят раньше, имеют приоритет, удовлетворяются в первую очередь до исчерпания того количества акций, на которые делается предложение.

Что может быть указано "иное" в заявлении о продаже ценных бумаг? Представьте себе, что вы акционер, владелец небольшого пакета акций, но вам бы не хотелось этот пакет дробить, и вы готовы, например, уступить весь пакет, все количество акций и вас не устраивает, если приобретут только его часть. Это условие вы можете указать в заявлении о продаже ценных бумаг, т.е. настоять на том, чтобы либо ваше заявление не удовлетворялось, либо удовлетворялось в полном объеме.

В этом случае при использовании пропорционального порядка удовлетворения заявлений такие предложения просто будут отклоняться и при пропорциональном удовлетворении учитываться не будут.

**- А может лицо, делающее добровольное предложение, несмотря на то, что оно указало не все количество акций в своем предложении, все-таки приобрести все то количество акций, на которые поступили заявления об их продаже?**

- Я склоняюсь больше к положительному ответу на этот вопрос, поскольку не вижу, каким образом это может нарушить права акционеров, которые проявили волю и направили заявление о продаже ценных бумаг.

Да, могут быть проблемы с исполнением договора, скажем, с передачей ценных бумаг, с зачислением их на счет лица, делающего предложение, либо наоборот - с оплатой приобретаемых ценных бумаг лицом, делающим предложение, но в общем случае, если все стороны надлежащим образом исполняют свои обязательства по такому договору, ничьи права при этом не нарушаются, я не вижу принципиальных возражений против такого приобретения.

**- А что делать в обратной ситуации - если на добровольное предложение откликнулось меньшее количество акционеров, чем рассчитывал офферент? Очевидно, что лицо, которое делало предложение, надеялось получить определенный уровень корпоративного контроля, скажем, 50%, 50% плюс 1.**

- Если более низкий уровень корпоративного контроля не устраивает, то при поступлении заявлений о продаже ценных бумаг в меньшем объеме лицо вправе отказаться от приобретения соответствующего количества акций при условии, что это было предусмотрено добровольным предложением.

Но, с другой стороны, если заявлений пришло меньше, и в совокупности у приобретателя не будет даже 30% акций, все равно офферент может проявить "добрую волю" и согласиться приобрести даже меньшее количество акций, тем более что здесь не возникает проблемы с банковской гарантией, она даже с избытком будет обеспечивать исполнение обязательств по оплате приобретаемых ценных бумаг в меньшем количестве.

**- Срок для принятия добровольного предложения должен быть определен в пределах от 70 до 90 дней. Как следует поступать oferенту, если на следующий день после окончания срока почтой поступило заявление от акционера, причем дата отправки заявки укладывалась в срок принятия предложения?**

- Срок принятия предложения является пресекательным, т.е. те заявления, которые поступают после его окончания, считаются неполученными и не учитываются при приобретении акций на основании правил главы XI.1 по добровольному предложению.

Само добровольное предложение считается сделанным акционером общества с момента его поступления в компанию. После этого общество обязано рассмотреть такое предложение и принять решение о рекомендациях по тому, насколько его условия отвечают интересам акционеров, насколько выгодно принимать такое предложение.

**- Можно коротко пояснить, в чем суть таких рекомендаций? И во всех ли случаях необходимо такие рекомендации утверждать?**

- Главным образом в рекомендациях общества речь должна, конечно, идти о соответствии цены приобретения ценных бумаг их реальной рыночной стоимости. В предложении также могут быть указаны и планы лица в отношении будущей деятельности компании, ее сотрудников, соответственно, в рекомендациях, в том числе исследуются, даются рекомендации в отношении этих планов.

Решение о рекомендациях принимает совет директоров. Совета директоров может не быть, он может не формироваться. Это допускается, если общее количество владельцев голосующих акций менее 50, и устав общества содержит указание на орган или лицо, к компетенции которого относятся вопросы, связанные с подготовкой и созывом общего собрания акционеров.

Если в компании совет директоров отсутствует, решение о рекомендациях может быть принято общим собранием акционеров, но это не является обязанностью, это право принять такие рекомендации.

**- Закон требует, чтобы рекомендации вместе с поступившим предложением направлялись акционерам в том же порядке, что и сообщение о проведении общего собрания. Можно ли пояснить еще раз этот порядок?**

- "По умолчанию" сообщение о проведении общего собрания направляется всем акционерам заказными письмами по почте, при этом иной, альтернативный порядок отправки сообщений может устанавливаться уставом общества. В частности, устав может предусматривать направление таких сообщений в письменной форме иным образом - другими словами, обычным простым нерегистрируемым почтовым сообщением.

Устав может предусматривать вручение под роспись таких сообщений, видимо, там, где это возможно. И, наконец, устав может предусматривать публикацию таких сообщений в печатном издании, указанном в уставе общества и доступном для его акционеров.

Название печатного издания должно быть в обязательном порядке указано в уставе общества. Если устав названия печатного издания не содержит, будет считаться, что такой порядок не определен, и будет применяться норма закона о направлении заказных писем, которая действует по умолчанию.

**- А каков должен быть минимальный объем информации в публикации в случае поступившего в общество предложения, если устав содержит указание на конкретное печатное издание?**

- Текст должен публиковаться в полном объеме, но у нас форма добровольного обязательного предложения содержит много строчек, которые обычно не заполняются, т.к. ФСФР при разработке формы для добровольного предложения исходила из всех возможных вариантов его подачи, а на практике используется всего один из этих вариантов, поэтому пустые строчки, я полагаю, можно не публиковать, т.е. в обязательном порядке нужно довести до акционеров условия добровольного предложения.

По сути это означает, что все строки, которые несут содержательную информацию, условия добровольного предложения, должны быть опубликованы и одновременно должны быть опубликованы рекомендации совета директоров.

Добровольное предложение и рекомендации совета директоров в общем случае должны быть направлены либо опубликованы в печатном издании в срок не позднее 15 дней с даты поступления предложения в общество.

Нужно еще один документ упомянуть, а именно - отчет оценщика. Для процедуры добровольного предложения привлечение оценщика не является обязательным, тем не менее, в ряде случаев он привлекается. В пакет документов включается отчет оценщика, соответственно, в печатном издании публикуется не весь отчет оценщика, а его резолютивная часть. Это раздел отчета, который содержит основные факты и выводы в отношении объекта оценки. При этом очевидно, что нужно указать информацию о самом оценщике, о заказчике оценки, о дате, на которую она проводилась, о дате составления отчета об оценке и о результатах самой оценки.

**- Закон говорит, что все расходы, связанные с направлением предложения, с его публикацией, которые несет общество, компенсируются лицом, делающим такое добровольное предложение. Однако конкретики в законе нет. Можете посоветовать, как компании можно получить возмещение от оферента?**

- Я бы рекомендовал все такие расходы документально подтверждать, чтобы потом их обосновать и иметь возможность требовать компенсации, в том числе в судебном порядке. Срок исполнения обязанности по компенсации расходов закон не содержит, поэтому нужно исходить просто из разумных сроков. При этом под разумным сроком Гражданский кодекс понимает 7 банковских дней с момента, когда предъявляется требование об исполнении обязательств. То есть после того, как расходы произведены, вы можете выставить счет, и если этот счет не оплачивается в течение 7 банковских дней, можно уже дальше требовать компенсацию таких расходов в судебном порядке. Информация о компенсации таких расходов отображается в отчете об итогах принятия добровольного или обязательного предложения. И мы это тоже стараемся контролировать, проверять.

**- Бытует мнение, что на дату поступления в общество добровольного предложения проводится закрытие реестра для фиксации прав, закрепленных ценными бумагами. Так ли это?**

- Действительно, если устав ОАО не содержит названия печатного издания, необходимо рассылать предложение акционерам. Механизм рассылки предполагает составление списка лиц, которым направляются такие предложения. Такой список составляется по данным реестра акционеров на дату поступления предложения в компанию. При этом это не список конечных владельцев, не список акционеров, а список лиц, зарегистрированных в системе ведения реестра, т.е. это просто срез реестра на эту дату, на окончание операционного дня.

То есть если в реестре указан номинальный держатель, в списке на рассылку указывается "номинальный держатель", и добровольное предложение вместе с рекомендациями направляется номинальному держателю, который обязан довести эту информацию до сведения своих клиентов в тот срок, который предусмотрен договором с клиентом. Здесь не требуется раскрытие всех клиентов номинальных держателей и подготовки полного списка, как это обычно делается для собрания акционеров.

**-То есть по сути это не "закрытие реестра"?**

Да - такой список носит лишь технический характер. Он нужен лишь для целей рассылки. Например, если предложение публикуется в печатном издании, такой список вообще не составляется, но поскольку это всего лишь срез реестра, никаких препятствий с точки зрения коротких сроков для его составления у лица, ведущего реестр акционеров, нет. Если вы быстро направите распоряжение регистратору, он сможет подготовить такой список за считанное количество дней – за 3-5 дней, что позволит вам соблюсти все необходимые сроки и процедуру направления добровольного предложения.

**- А могут ли акционеры, не попавшие в этот список, воспользоваться поступившим в общество предложением?**

- Ни в коем случае нельзя трактовать, что те лица или владельцы, которые покупают акции после даты составления такого списка, не могут воспользоваться добровольным предложением!

Добровольное предложение – это публичная оферта, которая адресуется всем акционерам, владельцам акций соответствующих категорий и типов и ценных бумаг, конвертируемых в такие акции, поэтому любой владелец, который является таковым, до окончания срока принятия предложения вправе им воспользоваться и направить заявление о продаже ценных бумаг.

Вопрос стоит настолько остро, что ФСФР России пришлось принимать соответствующее информационное письмо, оно размещено на официальном сайте службы.

**- Возникает смежный вопрос. Есть разные мнения по поводу того, должна ли компания, составляющая список лиц, зарегистрированных в реестре для целей их информирования о поступившем предложении, раскрывать информацию о дате составления такого списка в форме существенного факта "дата закрытия реестра". В частности, существует позиция, что поскольку на дату поступления списка фиксируется право зарегистрированного лица на получение от общества информации напрямую, то существенный факт о датах закрытия реестра раскрывать необходимо.**

**В то же время из только что сказанного Вами возникают некоторые сомнения в обоснованности такой позиции, поэтому хотелось бы получить комментарий.**

- Я бы ответил отрицательно. Информация о дате закрытия реестра связана с составлением списка лиц для целей осуществления прав по ценным бумагам. Соответственно, тот список, о котором мы говорим, никакого отношения к осуществлению прав по ценным бумагам - акциям, облигациям - не имеет. Он носит лишь технический характер, поэтому, с моей точки зрения, информацию об этой дате не требуется раскрывать в форме существенного факта.

**- Закон предусматривает возможность указания в добровольном предложении иных условий, которые не определены в самой статье о добровольном предложении. Какие это могут быть иные условия? В частности, возникает вопрос с формой оплаты ценных бумаг.**

- В общем случае добровольное предложение должно предусматривать в обязательном порядке оплату приобретаемых ценных бумаг деньгами, денежную форму оплаты. И может предусматривать возможность оплаты иными ценными бумагами другого общества, иного юридического лица. При этом выбор формы оплаты остается за акционером, владельцем соответствующих акций, который, направляя заявление о продаже ценных бумаг, должен указать выбранную им форму оплаты.

Соответственно возможность указания "иных условий" не должна касаться условий, которые уже однозначно определены в законе. То есть, поскольку закон не предусматривает возможность использования иных форм, другого имущества для оплаты приобретаемых акций, и иные условия не могут предусматривать, например, оплату приобретаемых бумаг недвижимостью или другим движимым имуществом, не ценными бумагами и т.д.

То же самое касается и объекта добровольного предложения. Дополнительные условия не могут предусматривать распространение такого добровольного предложения на иные ценные бумаги, например, на привилегированные акции без права голоса, или на облигации, или на приобретение какого-либо иного имущества акционеров. То есть речь идет лишь о тех дополнительных условиях, которые не противоречат условиям, которые уже указаны в этой статье.

- Теперь хотелось бы перейти к обязательному предложению. В отличие от добровольного, обязательное предложение является уже не правом, а обязанностью лица, направляющего такое предложение. Поэтому вопрос – в каких случаях возникает такая обязанность?

- Самый общий, самый простой ответ на этот вопрос заключается в том, что закон определяет три пороговых значения, превышение которых влечет возникновение такой обязанности. А именно – 30, 50 и 75%. То есть мы можем все количество размещенных голосующих акций поделить на интервалы: до 30%, от 30 до 50%, от 50 до 75% и свыше 75%. При превышении любого из интервалов у лица возникает обязанность по направлению обязательного предложения. При этом нужно учитывать ряд особенностей.

Во-первых, сама глава вступила в силу с 1 июля 2006 года. Она не имеет обратной силы, то есть не распространяется на отношения, связанные с приобретением такого количества акций до 1 июля 2006 года. Если лицо на момент вступления в силу этих правил уже владело крупным пакетом акций, скажем, более 30%, обязанность по направлению обязательного предложения возникнет только после превышения ближайшего порогового значения. Если лицо находилось в интервале от 30 до 50%, до 50% включительно оно может приобретать, как только оно превышает 50%, возникает обязанность по направлению обязательного предложения.

Количество акций учитывается с учетом бумаг, принадлежащих лицу, у которого возникает такая обязанность, а также его аффилированным лицам. То есть эти 30, 50 и 75% нужно считать по группе аффилированных лиц.

- Давайте разберем конкретную ситуацию. Есть общество "X", которое имеет долю 30% в "Y". В "X" есть член совета директоров Петров, который в "Y" приобрел 1%. Кто в описанном случае должен подавать обязательное предложение?

- В описанной ситуации "X" совместно со своим аффилированным лицом, членом совета директоров Петровым получает долю более 30% в "Y", соответственно, обязательное предложение должен подавать "X". Поскольку по отношению к физлицу – не индивидуальному предпринимателю понятие аффилированности законодательством не определяется, то нельзя сказать, что "X" является аффилированным лицом к не индивидуальному предпринимателю Петрову. Обязанность будет возникать у "X", у юридического лица, аффилированное лицо которого приобрело количество акций, которое в сумме привело к тому, что общая доля этих двух лиц начала превышать 30% - пороговое значение.

Кстати говоря, самая первая редакция статьи про обязательное предложение не учитывала ситуацию, когда вот такой уровень корпоративного контроля возникает на основании аффилированности двух лиц. Например, были два лица, независимые друг от друга. У каждого было по 26%. На каком-то этапе деятельности обществ появляется, например, общий генеральный директор или общий акционер у этих двух юридических лиц. То есть возникает аффилированность между ними, и в сумме доля этих лиц начинают превышать пороговое значение – более 50%. Здесь не получается сказать, кто из них больше "виновен", у кого больше или меньше возникает такая обязанность. Поэтому сейчас мы трактуем эту ситуацию таким образом, что обязанность возникает у каждого из аффилированных лиц, но она может быть исполнена любым из них. При этом направление обязательного предложения любым из группы аффилированных лиц влечет прекращение такой обязанности для других аффилированных лиц из этой группы.

- Можно ли сказать, что закон учитывает не все способы передачи корпоративного контроля? И есть "лазейки", которые позволяют уйти от обязанности подавать обязательное предложение?

- К сожалению, закон явно не учитывает ситуацию, связанную с приобретением косвенного контроля. У нас поглощение компаний в ряде случаев осуществляется не путем прямой покупки контрольных пакетов акций, а путем приобретения акционеров компаний, владеющих такими контрольными пакетами. То есть, предположим, что 50% некоего ОАО владеет ЗАО. Покупается 100% акций ЗАО, и таким образом получают контроль над 50% акций ОАО. Сейчас эту ситуацию закон не учитывает. Косвенный контроль во внимание не принимается. Поскольку формально в реестре акционеров этот пакет остается записанным на ЗАО, его владелец не меняется, изменение состава участников

акционера открытого общества не влечет возникновения обязанности по направлению обязательного предложения.

Есть еще одна ситуация, связанная с тем, что увеличение долей, пакетов акций происходит в рамках дополнительной эмиссии акций, то есть при увеличении уставного капитала общества. Здесь проблема заключается в том, что закон исходит из общего 35-дневного срока для направления обязательного предложения, который отсчитывается от даты приобретения ценных бумаг, то есть от даты внесения записи о зачислении соответствующего количества акций на лицевой счет (счет депо) акционера. Вот здесь, к сожалению, до окончания процедуры размещения акций невозможно сказать, каково общее количество размещенных акций, и нельзя определить базу для расчета размера процентов. В каждый момент времени это количество может быть разным по мере размещения ценных бумаг. На какую-то дату у лица такая обязанность может быть, поскольку часть акций еще не размещена, на другую дату такой обязанности может уже не быть, поскольку с учетом размещенных акций доли стали меньше и не превышают пороговое значение. Поэтому здесь мы исходим из того, что конечное распределение долей фиксируется в отчете об итогах выпуска ценных бумаг, уведомлении об итогах выпуска ценных бумаг, а 35-дневный срок отсчитывается от даты регистрации отчета либо даты предоставления уведомления.

При этом, конечно, если акционер приобретает акции по закрытой подписке, он один, он видит, что, покупая такой пакет, других участников подписки нет, у него точно контроль, превышение порогового значения, ему не обязательно дожидаться регистрации отчета, и он может сразу направить обязательное предложение. Хотя, как правило, в этом случае сделка по размещению закрывается до истечения 35-дневного срока. Это достаточно большой срок.

**- Рассмотрим теперь ситуацию, связанную с приобретением ценных бумаг группой аффилированных лиц. У кого конкретно из группы будет возникать обязанность покупать акции?**

- Обязанность будет возникать у того лица, которое первым по времени совершило сделку, в результате которой доля группы лиц начинает превышать пороговое значение – 30, 50 или 75%. То есть у одного акционера было 30%, его аффилированное лицо покупает 1%, обязанность возникает у того, кто купил 1%. При этом 35-дневный срок отсчитывается от даты внесения записи, либо от даты, когда лицо узнало или должно было узнать о том, что оно стало владельцем соответствующего пакета акций с учетом бумаг, принадлежащих его аффилированным лицам.

**- В общем случае набор требований к обязательному предложению аналогичен добровольному предложению. Но в отличие от добровольного, к обязательному предложению уже применяются жесткие требования в отношении сроков проведения соответствующих операций, последовательности, очередности их проведения и самое главное – в отношении цены покупки ценных бумаг по обязательному предложению. Прокомментируйте, пожалуйста, порядок определения цены в обязательном предложении.**

- Цена обязательного предложения не должна быть ниже трех критериев, при этом применяется наибольший из них. Если акции торгуются на организованном рынке, то есть включены в список ценных бумаг, допущенных к торгам на фондовых биржах, цена обязательного предложения не может быть ниже средневзвешенной цены, определенной по результатам торгов за последние 6 месяцев, предшествующих направлению обязательного предложения. Соответственно, в составе документов представляется справка биржи, где указывается средневзвешенная цена за 6 месяцев.

Если ценные бумаги торгуются на нескольких фондовых биржах, соответственно, средневзвешенная цена рассчитывается по итогам торгов на всех фондовых площадках.

Если ценные бумаги не торгуются, либо торгуются менее 6 месяцев, или они формально включены в список допущенных к торгам, но по ним вообще не совершаются сделки, либо их число настолько мало, что рыночная цена по таким сделкам не рассчитывается, в этом случае в обязательном порядке привлекается независимый оценщик. И, соответственно, цена приобретения ценных бумаг по обязательному предложению не может быть ниже рыночной стоимости, определенной независимым оценщиком.

**- Закон устанавливает перечень исключений – то есть случаев, которые не влекут за собой возникновение обязанности подачи обязательного предложения. Можете особо отметить какие-то исключения?**

- Например, не применяются требования при передаче акций аффилированным лицам, или передачи акций лицу его аффилированными лицами, а также в результате раздела общего имущества супругов и в порядке наследования.

Общая логика сводится к тому, что если группа владеет определенным пакетом акций, то независимо от того, как внутри группы этот пакет перераспределяется, общий размер контроля от этого не меняется. С другой стороны, передача акций между аффилированными лицами предполагает, что и лицо, передающее акции, и лицо, их принимающее, является владельцем этих бумаг. То есть, под этот случай не подпадает ситуация, связанная с размещением ценных бумаг. При размещении ценных бумаг эмитент действительно может их разместить своему аффилированному лицу (например, генеральному директору), но эмитент не является владельцем этих ценных бумаг. В этой связи это не является передачей ценных бумаг между аффилированными лицами. И такое размещение приводит к увеличению контроля группы аффилированных лиц. Поэтому здесь обязанность будет возникать.

**- Предположим, лицо приобрело крупный пакет акций, а затем его перепродало – скажем, через два дня. Обязано ли такое лицо делать обязательное предложение?**

- Если в течение срока направления обязательного предложения - 35 дней - лицо, которое купило более 30%, этот пакет продает, либо часть пакета, то есть уходит в интервал не более чем 30%, мы считаем, что обязанность по направлению обязательного предложения прекращается. Это позиция подтверждена решением Арбитражного суда по конкретному делу.

Если такая продажа осуществляется после окончания 35-дневного срока, то лицо должно отправить обязательные предложения, а неисполнение влечет соответствующую административную ответственность, т.е. может быть наложен штраф на это лицо. Но, скорее всего, будет позиция такая же, как и в первом случае. Т.е. мы не будем настаивать на направлении предложения, так как утрачено основание, связанное с получением корпоративного контроля в этом обществе.

**- Последние две процедуры, предусмотренные в главе XI.1 – это направление в компанию уведомления владельцам ценных бумаг о наличии у них права выкупа акций в соответствии со статьей 84.7 этого закона и направление в открытое общество требования о выкупе ценных бумаг. Обе эти процедуры реализуются лицом, которое владеет более 95% акций с учетом бумаг, принадлежащих его аффилированным лицам. В каких случаях эти процедуры действуют?**

- Существует типичное заблуждение, что обязанность по уведомлению лиц о праве требовать выкупа ценных бумаг и право требовать выкупа ценных бумаг возникает у любых акционеров, которые владеют пакетом акций более 95%. Это не так. Пакет в размере 95% может быть приобретен на основании совершения индивидуальных сделок и не на основании публичной процедуры. Это не влечет никаких последствий - ни возникновения обязанности по направлению уведомления, ни права направления требования.

Обязанность направить уведомление о праве требовать выкупа и право направить требование о выкупе возникают только в том случае, если более 95% голосующих акций приобретаются либо на основании обязательного предложения, либо на основании добровольного предложения о приобретении всех оставшихся ценных бумаг. При этом, чтобы возникло право требовать выкупа ценных бумаг на основании такого добровольного или обязательного предложения, должно быть приобретено не менее 10% голосующих акций.

Первая процедура - уведомление о праве требовать выкупа ценных бумаг. Это право акционеров потребовать выкупа мажоритарным акционером принадлежащих им акций, если они не согласны с той политикой, которую он проводит, не готовы, чтобы лицо имело такой корпоративный контроль в этом обществе.

Вторая процедура – требование о выкупе ценных бумаг. Это так называемая процедура вытеснения, когда мажоритарный акционер, независимо от желания, от согласия других акционеров требует выкупа оставшихся акций. Направление требования о выкупе отменяет обязанность по направлению уведомления о праве требовать выкупа. То есть применяется одна из этих двух процедур – либо та, либо другая.