

Владимир Герасимов
исполнительный директор Группы «Интерфакс»

Раскрытие по гамбургскому счету

ЭМИТЕНТАМ ПРИДЕТСЯ, НАЧИНАЯ С 2018 ГОДА, СООБЩАТЬ РЫНКУ ОБО ВСЕХ ДЕЙСТВИТЕЛЬНО ВАЖНЫХ НОВОСТЯХ

Банк России хочет, чтобы компании раскрывали новости не по списку обязательных существенных событий, как это происходит сейчас, а на основании принципа существенности. Реализация этого революционного плана будет зависеть не только от регулятора, но и от эффективности диалога компаний с инвесторами, аналитиками, журналистами, от общего уровня развития рынка.

Много правил, мало принципов

Российские компании-эмитенты, по данным Центра раскрытия корпоративной информации (www.e-disclosure.ru), раскрывают на лентах уполномоченных агентств 220 тысяч сообщений в год. Мало кому придет в голову пожаловаться на содержание опубликованного компанией на ленте уполномоченных агентств существенного факта. Требования к сообщению формальные, формально они и выполняются.

Исходя из фиксированного списка примерно в 150 различных событий, все компании обязаны рассказать об итогах совета директоров. И почти все дадут этому сообщению стандартный заголовок: «Решения совета директоров». Шаблонными

(то есть составленными в виде документа с пронумерованными пунктами, а не пресс-релиза) будут сообщения о появлении нового акционера компании, об эмиссии акций, о крупной сделке, рекордном выпуске облигаций.

Объем раскрываемой информации оценивается эмитентами и инвесторами, с одной стороны, как избыточный, а с другой — как не охватывающий все существенные аспекты деятельности компании, влияющие на принятие инвестиционных решений, говорится в программе Центрального банка РФ «Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов».

Заявленный в документе постепенный переход эмитентов от раскрытия информации на основе

формального перечня к раскрытию, основанному на принципе существенности, предполагает, что сообщений будет, скорее, меньше, но касаться они будут действительно важных для рынка вещей. Что не менее важно, описаны эти события должны быть так, чтобы всем была понятна их важность.

«Регулирование по правилам имеет свои недостатки. Правила — это некая индульгенция недобросовестному участнику. Если он, по сути, скрывает важные факты от акционеров, но формально все делает в соответствии с правилами, мы не можем предъявить к нему претензии. Гораздо сложнее, но эффективнее регулирование по принципам, когда мы на менеджмент возлагаем функции раскрывать существенную информацию. И уже он принимает на себя ответственность перед акционерами за то, что он действительно выполнил принцип раскрытия информации по существенности», — сказал в интервью «Интерфаксу» первый заместитель председателя Банка России Сергей Швецов.

Какая информация — существенная

Информация считается существенной, если она важна для принятия акционерами и будущими инвесторами обоснованных решений при инвестировании своих средств или при голосовании на собраниях акционеров.

Верховный суд США, рассматривая иски инвесторов на протяжении более

35 лет, заключил, что в логике законодательства о рынке ценных бумаг информация является существенной, если «существует реальная вероятность того, что раскрытие неопубликованного факта означало бы для рационального инвестора значительное изменение набора доступной информации» (a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the 'total mix' of information made available).

Суд не поддержал точку зрения, что существенной является любая информация, которую инвестор «может» посчитать важной. Опираясь на формулировку суда, американские юристы всегда могут сказать, защищая компанию, что тот или иной факт не был достаточно существенным, чтобы значительно повлиять на цены акций компании.

Европейское законодательство более жестко формулирует обязанность эмитентов максимально оперативно раскрывать все существенные для рынка события (особенно после вступления в силу в июле нового законодательства об инсайте). Американское — более либерально, давая компаниям возможность откладывать важные объявления до выпуска ежеквартальных отчетов или проспектов эмиссий.

В США время от времени звучали голоса о необходимости формализовать и конкретизировать перечень обязательной информации. Однако

Комиссия по ценным бумагам и биржам всегда была против. «С практической точки зрения невозможно составить исчерпывающий список информации, которая может представлять интерес для некоего инвестора при принятии инвестиционных решений или при голосовании», — заключила SEC в отношении одной из таких инициатив несколько лет назад.

В то же время диалог по поводу того, что для рынка важно, а что нет, идет на Западе постоянно.

Существенные нюансы

Корпоративная жизнь многообразна. Есть важные события отраслевые (например, у фармацевтических компаний нет ничего важнее итогов испытания нового лекарства), страновые (например, последствия Brexit) или уникальные для конкретной корпорации.

Следуя принципу существенности, горнорудная компания сообщит о задержке с запуском в эксплуатацию нового месторождения, нефтяная корпорация — об аварии на нефтепроводе, технологический гигант — о поглощении конкурента. Но постоянно возникают и нестандартные ситуации.

Вот американская компания Tesla несколько недель не информировала рынок, что водитель произведенной ей автомашины погиб в аварии из-за некорректно сработавшего автопилота. Многие инвесторы посчитали, что эту информацию им необходимо было получить немедленно, а не с задержкой

на несколько недель. Компания спорит: нельзя было раскрывать информацию, не разобравшись, что стало причиной аварии. И обосновывает свою позицию поведением цен на акции: когда информация об аварии все-таки была раскрыта, бумаги компании не упали в цене, а... выросли!

Глава компании-производителя программного обеспечения SAP Билл Макдермот потерял глаз, упав ночью на осколок стекла. Немецкая компания проинформировала работников во внутренней переписке, что с главой компании произошел некий инцидент. Однако, что именно произошло, стало известно лишь спустя некоторое время, когда представитель компании рассказал об этом журналисту в интервью. SAP заявила, что не посчитала произошедшее существенным для рынка, так как Макдермот продолжит работать в качестве CEO компании.

По поводу каждого из этих кейсов идут дискуссии в прессе и среди специалистов. Регуляторы, бывает, начинают полномасштабные расследования на основании жалоб инвесторов. По поводу той же болезни CEO за последние годы накоплен солидный набор кейсов, который позволил опробовать разные модели поведения компаний и оценить их последствия. Итогом этого стала наработка наилучшей практики.

Бывший глава Apple Стив Джобс в 2004 году сообщил, что будет лечиться от рака поджелудочной железы. Однако компания затем не давала информации о ходе лечения, порождая спекуляции вокруг состояния здоровья Джобса. Инвесторы возмущались дефицитом информации, журналисты обсуждали, где проходит грань между правом человека на личную жизнь и желанием инвесторов прогнозировать изменения в руководстве компании.

Большую открытость продемонстрировал миллиардер Уоррен Баффет. Он раскрыл все подробности своего диагноза, когда в 2012 году проходил лечение от рака простаты. И — получил похвалы от экспертов в сфере раскрытия.

Американская Комиссия по ценным бумагам и биржам считает необходимым рассматривать вопросы здоровья руководителя в том же контексте существенности. Если болезнь серьезна, это может оказаться важным для рынка, так как роль руководителя в больших компаниях по-прежнему велика (а иногда и просто уникальна, как было в случае с Apple). Британский регулятор Financial Conduct Authority, в свою очередь, требует от компаний оценивать, изменит ли болезнь CEO его роль в компании, а также его способность исполнять свои обязанности.

В любом случае, крупная корпорация, столкнувшись с подобной ситуацией, уже не может игнорировать все предыдущие кейсы и должна будет провести свой детальный анализ по шкале «существенно-несущественно». Ей приходится думать также о репутационных рисках: возможно, с формальной точки зрения новость и можно считать несущественной, но согласится ли с таким подходом весь рынок?

Таким образом, раскрытие на основании принципа «существенности» — это постоянный процесс наработки кейсов и наилучшей практики — в диалоге с инвесторами, регулятором, аналитиками, финансовыми журналистами.

Раскрытие = disclosure

Отсутствие требования «существенности» — это главное, что отличает сейчас российскую процедуру раскрытия от зарубежной.

Россия с начала 2000-х сделала целый ряд шагов, чтобы гармонизировать свое законодательство в этой сфере с международным. В частности, была обеспечена общедоступность корпоративной информации.

Акт Regulation Fair Disclosure, принятый в 2000 году Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC) с целью обеспечения равного доступа инвесторов к информации, предписывает компаниям (правило 101) пользоваться широким набором медийных каналов. Комиссия предлагает распространять информацию путем публикации пресс-релизов через популярные новостные ленты, в ходе пресс-конференций или конференц-звонков, через Интернет, заполнять соответствующую форму SEC, а также комбинировать все эти методы.

Основополагающим актом ЕС, регулирующим раскрытие информации, является «Директива о транспарентности» (Directive 2004/109/EC of 15/12/2004). В соответствии с параграфом 1 статьи 21, государство должно гарантировать раскрытие эмитентом регуляторной информации о себе способом, обеспечивающим к ней быстрый и недискриминационный доступ. В частности, должна быть создана система распространения оперативной информации через медиа, обеспечивающие максимальный охват целевой аудитории.

Идея состоит в том, что инвестору мало возможности найти/запросить нужную информацию в каком-нибудь хранилище. Нет, информация должна с неизбежностью «настигнуть» его в режиме реального времени через один из постоянно используемых им новостных каналов (это может быть лента агентства, популярный интернет-сайт или, по последней моде, Твиттер).

В России тринадцать лет назад по образцу Великобритании была создана система раскрытия, которая опирается на инфраструктуру ведущих финансовых агентств, обеспечивает, как это и предполагают международные стандарты, бесплатность, общедоступность информации в электронном виде и конкуренцию. Она изначально ориентирована на быстрое донесение до инвестиционного сообщества именно существенных новостей компаний-эмитентов.

Вся информация эмитентов (как новости, так с недавнего времени и отчетность) доступна на пяти сайтах, транслируется в торговые системы брокеров, международные и российские агентства. На сайте Центра раскрытия корпоративной информации e-disclosure доступны квартальные отчеты всех без исключения торгуемых в России компаний.

Сравнивая российский раскрытие с зарубежным, интересно посмотреть на соседнюю Украину.

Киев, реализуя европейские амбиции, решил в короткие сроки гармонизировать раскрытие информации со стандартами ЕС. В качестве первого шага он провел в 2016 году аудит действующей системы с помощью специальной миссии Международного валютного фонда.

Что сказали эксперты? Главная рекомендация — ввести в закон общее требование к эмитенту раскрывать информацию, которая является существенной для рынка (действующий украинский закон также содержит сейчас список существенных событий). Кроме того, миссия МВФ рекомендовала Украине расширить число доступных каналов раскрытия информации (как оперативной, так и периодической), чтобы повысить ее доступность и снизить риск инсайда.

Сейчас для получения необходимых сведений инвестору необходимо посетить сайт компании или сделать запрос к базе данных (pull method), в то время как международные требования предусматривают использование для этого принципа ленты новостей (push method). Доступность информации компаний-эмитентов для максимально широкой аудитории и в оперативном режиме можно достичь «путем направления информации в различные новостные ленты, получателями которых являются инвесторы и новостные медиа», отметили эксперты.

Гармонизация требований к раскрытию информации важна также с точки зрения борьбы с инсайдом, отмечают международные эксперты.

Согласно вступившему в силу в ЕС в июле 2016 года нормативному акту — Market Abuse Regulation (MAR) — вся инсайдерская информация должна раскрываться в максимально короткие сроки, а эмитент, если он решил отложить публикацию новости, затем должен в письменном виде уведомить об этом регулятора.

Посмотреть, как на практике работает требование немедленно оповещать рынок о существенных изменениях (например, это касается случаев, когда менеджмент узнал о чем-то важном, что потенциально может повлиять на решения об инвестировании средств в данную компанию), можно на примере германских компаний.

Как видно по новостям, они вынуждены досрочно раскрывать, например, квартальные показатели, если они сильно отклоняются от ожиданий рынка. Так, Volkswagen недавно раньше времени распространил новость о более высоких, чем прогнозировалось, продажах автомашин за квартал. Это, объявил эмитент, приведет к более высокой, чем ожидалось, прибыли по итогам полуто-

дия. Авиакомпания Lufthansa, напротив, была вынуждена расстроить инвесторов: из-за террористических атак в Европе спрос на билеты упал и ее прибыль за 2016 год снизится.

Без реализации на практике принципа существенности сложно соответствовать и международным стандартам по борьбе с инсайдом.

Дорожная карта

Регулятор заявляет, что переход к «существенности» будет в России постепенным. Это, на мой взгляд, единственно возможный подход.

«Сегодня никто не запрещает раскрывать информацию, которая носит существенный характер», — отметил в интервью С.Швецов.

Действительно, среди длинного списка существенных событий, которым должен руководствоваться эмитент при раскрытии информации, есть «свободный» пункт: «Сведения, оказывающие, по мнению эмитента, существенное влияние на стоимость его эмиссионных ценных бумаг».

Хотя сообщений с таким маркером довольно много, лишь совсем немногие из них можно отнести к ситуации, когда компания действительно решила раскрыть информацию, которая важна для рынка, но не подпадает при этом под «обязательную программу».

Например, ПАО «МегаФон» раскрыло существенный факт в виде анонса о конференц-звонке для аналитиков и инвесторов по итогам года, а «КИВИ» — объявила о снижении прогноза по росту скорректированной чистой выручки за год с 18–22% до 15–16%. Но это, скорее, исключения.

До марта 2016 года российские компании, имеющие публично обращающиеся ценные бумаги, обязаны были выпускать на ленты уполномоченных агентств пресс-релизы (а не шаблон-

ные сущфакты) о решениях, принятых советами директоров и собраниями акционеров. Только вот на практике эти пресс-релизы чаще всего представляли собой малосодержательный текст, в котором лишь скупо перечисляются в двух-трех строках пункты повестки дня совета.

И тут важно вспомнить, что среди российских эмитентов есть несколько десятков тех, кто имеет листинг в иностранных юрисдикциях. Они-то уже вынуждены вести раскрытие за рубежом на основании «существенности».

Для этого авангарда российских эмитентов переход на принцип существенности был бы наиболее безболезненным.

Как показывает анализ, проведенный Центром раскрытия корпоративной информации (e-disclosure.ru), в большинстве случаев внутри России, следуя жесткому списку событий, эти компании раскрывают в итоге большее число сообщений, чем за рубежом. Но, в то же время, пресс-релизы, которые готовятся этими компаниями, например, для британского рынка, значительно информативнее и понятнее, чем формализованные сущфакты.

Таким образом, на первом этапе этим компаниям можно было бы дать выбор: или раскрываться по-старому, по списку — или добровольно перейти на сущностное раскрытие, когда эмитент сам будет решать, что для рынка важно, а что нет.

Практика «компаний-пионеров» позволила бы наработать практический опыт, оптимизировать нормативную основу, создать адекватную систему контроля.

Кодекс корпоративного управления, который внедряет сейчас ЦБ, рекомендует эмитентам избегать формального подхода при раскрытии информации и раскрывать существенную информацию, даже если раскрытие такой информации

не предусмотрено законодательством. В Кодексе также говорится об обязанности компании комментировать важные события, вести диалог с инвесторами и т.д.

Таким образом, компании, соблюдающие Кодекс, могли бы стать следующей группой, которая перешла на принцип существенности.

Но не надо недооценивать сложность задачи. Переход на «существенность» потребует от компании изменения внутрикорпоративных процедур, повышения «осознанности» раскрытия.

Формальный существенный факт, заполненный по шаблону, легко может написать юрист. Написание же пресс-релиза придется поручать профессионалу, вся процедура утверждения текста будет значительно более сложной, охватывая несколько структурных подразделений компании.

Чтобы стимулировать компании к качественному раскрытию и выработать единые для рынка стандарты, потребуется активный и открытый диалог между эмитентами и потребителями информации. В таком диалоге могли бы активно поучаствовать уполномоченные агентства, ведь работающие в них журналисты сами являются активными читателями сообщений эмитентов.

При этом, если компания будет игнорировать интересы потребителей информации, у участников рынка должна быть возможность призвать ее к ответу — вплоть до подачи иска в суд (так, как это происходит за рубежом). И суду придется рассматривать, как следовала компания оценочному, по сути, понятию типа «существенный» (которое, замечу, пока не вполне вписывается в логику нашего законодательства).

И самое главное: локомотивом внедрения наилучших стандартов в сфере раскрытия у нас всегда были компании, заинтересованные в привлечении инвесторов через фондовый рынок. К со-

жалению, сейчас в России идет обратный процесс — отказ от зарубежных листингов, сокращение числа публичных компаний. Реальные стимулы к публичности снижаются!

Как раз это и может стать главной проблемой в приведении системы российского раскрытия к наилучшей международной практике. □