

**МАРИЯ ЕЛИСЕЕВА**

директор по связям с инвесторами

ОАО «КОМСТАР—Объединенные ТелеСистемы»

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ; СОБЛЮДЕНИЕ ТРЕБОВАНИЙ РОССИЙСКИХ И ЗАПАДНЫХ ИНВЕСТИТОРОВ

Информация является главным ресурсом для принятия инвестиционного решения. Несвоевременное или не в полном объеме раскрытие информации может привести к тому, что инвестор осуществит действие относительно ценных бумаг, будь то продажа или покупка, которое будет иметь последствия для эмитента в виде возможных юридических проблем, связанных с исками со стороны акционеров. Рынки капитала питаются информацией из различных источников. Хорошо, когда подпитка происходит со стороны эмитента, но, к сожалению, случается, что информация поступает в виде слухов, утечек в прессу от конкурентов эмитента или его контрагентов. Фондовый рынок впитывает эту информацию и реагирует деньгами, что выражается в падении или росте котировок эмитента.

РОЛЬ ИНФОРМАЦИИ НА РЫНКАХ КАПИТАЛА

Реакция фондового рынка на поступающую на него информацию зависит от различных факторов: общего информационного фона, поведения эмитента, типа фонда, который реагирует на поступившую информацию. Так, если информационное поле в момент поступления информации об эмитенте уже насыщено событиями, которые сильнее влияют на инвестиционное решение, нежели раскрываемая информация об эмитенте, то возможны несколько вариантов. В случае если макрофакторы, которые в рас-

сматриваемый момент доминируют на информационном поле, носят негативный характер, публикация положительной новости может не принести никакого результата. Если по регуляторным нормам с раскрытием данной информации можно повременить, то, наверное, лучше не использовать хорошую новость, так как она не сможет пересилить негативный информационный фон. Несомненно, в данном случае речь не идет о манипулировании на фондовом рынке, а о грамотном планировании раскрытия информации.

Хорошим примером является ситуация на фондовом рынке с ценными бума-

гами российских телекоммуникационных компаний в феврале 2008 г. Так, в первой половине февраля министр связи РФ высказался о возможности отмены взимания платы за звонки с фиксированных телефонов на мобильные (*calling party pays, CPP*) для абонентов безлимитного тарифного плана, а также снижения тарифов на местную связь в среднем на 30% в 2009 г. Бессспорно, такие инициативы негативным образом сказались бы на темпах роста выручки и прибыльности операторов фиксированной связи, тарифы которых частично регулируются государством. При этом никаких деталей и оснований для подобных действия озву-

чено не было. Инвесторы незамедлительно отреагировали на новости, и котировки таких операторов снизились, причем реакция со стороны зарубежных инвесторов была особенно сильной, так как они увидели в этих заявлениях признак повышения риска инвестирования в отрасль и страну в целом. Понятно, что в такой ситуации раскрытие операторами фиксированной связи положительных сведений не могло бы пересилить информационный фон, доминирующий вокруг их ценных бумаг, так как доля выручки от регулируемых услуг у них по-прежнему высока. При этом инвесторы, придерживающиеся стратегии долгосрочного инвестирования, скорее дождутся разъяснений относительно серьезности данного риска, в то время как спекулятивные инвесторы, возможно, воспользуются ситуацией для совершения сделок с бумагами таких компаний.

Не остается также сомнений в том, что степень влияния раскрываемой информации на котировки эмитента зависит от ее типа. Весь информационный поток условно можно разделить на биржевую и маркетинговую информацию.

ВИДЫ ИНФОРМАЦИИ, ИСХОДЯЩЕЙ ОТ ЭМИТЕНТА

В российских компаниях разделение ответственности за раскрытие информации осуществляется следующим образом: маркетинговая информация, как правило, является инструментом PR-департамента, а биржевая — IR- и корпоративного секретаря. Порядок раскрытия информации обычно регламентируется информационной политикой.

Под маркетинговой информацией понимаются новости о запуске новых продуктов и услуг, назначении менеджеров ниже одного уровня после главы компании, об открытии филиалов и т. д. Обычно данная информация не является критичной для принятия инвестиционного решения, и поэтому форма ее раскрытия определяется пиарщиками, а целевая аудитория представляет собой местную, неделовую прессу, потребителей, клиентов, партнеров и т. п.

Маркетинговая информация может использоваться при коммуникациях с инвестиционным сообществом для освещения операционной деятельности компании на своем рынке в корпоративных презентациях, при написании годовых отчетов, пресс-релизов о результатах квартала.

Биржевая информация является фактором принятия инвестиционного решения. Это могут быть финансовые результа-

ты, изменение структуры собственности, приобретение активов, заключение стратегических соглашений, действия эмитента на рынках капитала. Анализ целесообразности раскрытия прочей информации в отношении фактов (в том числе негативного характера, например предъявление налоговых претензий, существенное списание, понесение больших затрат), способных оказать влияние на динамику котировок, — компетенция менеджмента компании, который должен оценить, является ли та или иная информация биржевой, т. е. существенной для принятия инвестиционного решения.

Эффективно создание Комитета по раскрытию информации, состоящего из ключевых менеджеров эмитента, который собирался бы каждый раз, когда необходимо оценить необходимость и время раскрытия информации инвесторам, кроме случаев обязательного раскрытия информации. Наличие подобного органа является хорошей практикой с точки зрения корпоративного управления. Его решения протоколируются, отражая процесс принятия решения о раскрытии информации. К обсуждению спорных вопросов полезно привлекать юридических и IR-консультантов. Пресс-релиз о финансовых результатах также можно дополнительно вынести на Комитет по аудиту и получить подтверждение аудиторов, даже если отчетность за рассматриваемый период не проходила проверку.

Рассмотрим в качестве примера факторы, влияющие на процесс принятия решения о необходимости и форме раскрытия информации в случае получения компанией претензий со стороны налоговых органов. В первую очередь следует оценить материальную сторону данных претензий. В том случае, если имеется опасность получения дополнительных претензий по схожим основаниям, необходимо оценить объем совокупного риска и вероятность наступления негативных последствий. Важным фактором принятия решения о раскрытии информации также является возможность утечки данной информации.

В случае утечки менеджмент должен обеспечить своевременное и адекватное реагирование путем анализа целесообразности ответного раскрытия информации для изложения официальной точки зрения по вопросу, ставшему предметом утечки, формирования официальных комментариев инвестиционному сообществу и СМИ, а также утверждения плана дальнейшей работы с инвестиционным сообществом и СМИ после утечки информации (иницирование статей в прессе, встречи с аналитиками и т. д.).

ОБЯЗАТЕЛЬНОЕ РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ ПЕРЕД РОССИЙСКИМИ ИНВЕТОРАМИ

Для целей настоящей статьи не будем подробно останавливаться на обязательном раскрытии информации перед российскими регулирующими органами, а именно перед ФСФР. Данный аспект регулируется законодательством о рынке ценных бумаг, и ответственность за раскрытие подобной информации обычно возлагается на корпоративного секретаря или юридический отдел. Эмитент осуществляет раскрытие поименованной выше информации в объеме, порядке и формах, установленных действующими нормативными актами (раскрытие в ленте новостей уполномоченных информационных агентств; публикация в средствах массовой информации; публикация в Приложении к Вестнику ФСФР; размещение информации на сайте компании в Интернете и т. д.).

Обязательное раскрытие осуществляется в форме ежеквартальных отчетов эмитента, публикации существенных фактов, сведений, которые могут оказать существенное влияние на стоимость ценных бумаг эмитента и т. д.

Информация, подлежащая обязательному раскрытию в России, оценивается менеджментом компании с точки зрения целесообразности ее отдельного раскрытия перед зарубежными инвесторами. Список ее обширен, и не всегда подобная информация важна инвестору в депозитарные расписки. Эмитент, имеющий АДР, в любом случае раскрывает такую информацию по форме 6К на сайте *Securities and Exchange Commission* без обязательной рассылки по базе инвесторов.

В случае с ГДР эмитент имеет определенную свободу принятия решения в отношении необходимости такого раскрытия. Однако согласно новым правилам раскрытия информации эмитенты, ГДР которых торгуются на Лондонской фондовой бирже, должны вести реестр всей раскрываемой информации, включая информацию, публикуемую только на русском языке в соответствии с российским законодательством. Реестр за год предоставляется британскому регулятору фондового рынка одновременно с публикацией годового отчета. При этом нет нужды переводить данную информацию и включать полностью в реестр, достаточно лишь ссылки на нее.

При публикации ежеквартальных отчетов эмитента необходимо оценить, на-

сколько раскрываемая бухгалтерская отчетность по РСБУ существенна для принятия инвестиционного решения. Обычно, если эмитент публикует финансовую отчетность по международным стандартам (*IFRS, US GAAP*), данная информация учитывается инвестиционными аналитиками. Тем не менее необходимо, чтобы инвесторы четко понимали ключевые различия в данных видах отчетности. Нередко выручка по РСБУ служит инвестору хорошим индикатором того, что будет в отчетности по международным стандартам, и он использует этот показатель. Разница начинается с момента учета затрат, и в этом случае задача эмитента заключается в том, чтобы объяснить инвестиционному сообществу, что показатели по РСБУ нельзя напрямую использовать в моделях, построенных, как правило, по международным стандартам.

Эмитенту, депозитарные расписки на акции которого торгуются за пределами России, являющемуся холдингом и готовящему консолидированную отчетность, на которую, собственно, и ориентируются западные инвесторы, необходимо помнить о том, что в ежеквартальном отчете раскрывается неконсолидированная бухгалтерская отчетность юридического лица, которая не отражает результаты деятельности не только Группы, но даже и отдельной бизнес-единицы, способной состоять из нескольких юридических лиц, включая эмитента.

Мало кто переводит ежеквартальные отчеты эмитента на английский язык и рассылает зарубежным инвесторам, но все же они часто используются аналитиками российских инвестиционных банков, которые пишут по ним комментарии для своих клиентов, среди которых, безусловно, есть и зарубежные инвесторы. Об этом необходимо помнить и удостовериться, что рынок понимает вышеупомянутые различия. Возможно, имеет смысл делать краткий обзор финансовых результатов по РСБУ и выкладывать на англоязычную версию веб-сайта, чтобы избежать недопонимания со стороны инвесторов и, как следствие, принятия необоснованных инвестиционных решений.

КАНАЛЫ РАСКРЫТИЯ БИРЖЕВОЙ ИНФОРМАЦИИ

Любая информация, определенная менеджментом эмитента как чувствительная для фондового рынка, должна быть раскрыта в форме пресс-релиза на русском и английском языках. Русскоязычная версия пресс-релиза рассылается

по базе журналистов и размещается на корпоративном сайте эмитента. Пресс-релиз на английском языке должен быть в первую очередь опубликован через авторизованный канал раскрытия информации (*Business Wire, Metro* и т. д., договор с ними может быть заключен напрямую или через *IR*-консультантов). Одновременно с этим осуществляется рассылка по базе инвесторов и размещение на корпоративном сайте эмитента в Интернете. Это и есть публичное раскрытие информации.

Раскрытая таким образом информация может быть использована в корпоративной презентации эмитента, годовом отчете, при встречах с инвесторами, в интервью, публичных выступлениях. Главной задачей менеджмента является недопущение селективного раскрытия информации в виде так называемых «сливов» в прессу, комментариев на тему еще не раскрытой публично информации, в том числе во время личных встреч с инвесторами.

В отдельных случаях при публикации пресс-релиза, содержащего стратегически важную информацию об эмитенте (крупные приобретения, реструктуризация, выход на новые рынки), а также при публикации финансовых результатов хорошей практикой является проведение конференц-звонков с представителями инвестиционного сообщества. Такие звонки организуются обычно *IR*-консультантами эмитента. Если речь идет о публикации финансовых результатов, приглашение на конференц-звонок обычно рассылается по базе инвесторов и инвестиционных аналитиков за неделю до публикации результатов и выкладывается на корпоративном сайте эмитента.

Информация о звонке также включается в пресс-релиз о финансовых результатах. Если конференц-звонок проводится по случаю иного корпоративного события, заблаговременная рассылка приглашения, конечно, невозможна. Его можно разослать одновременно с рассылкой релиза, включив информацию о звонке в текст соответствующего пресс-релиза. В конференц-звонке обычно принимают участие *CEO, CFO* и *IR*-специалист эмитента. Хорошей практикой является размещение аудио-файла с записью звонка на корпоративном сайте эмитента.

Таким образом, корпоративный сайт — крайне важный канал раскрытия информации. Излишне говорить о том, что эмитент должен иметь англоязычную версию сайта, при этом идеально, если он является «зеркалом» русского

основного сайта, особенно в части информации для инвесторов. Обычно это не вызывает проблем, за исключением информации, подлежащей обязательному раскрытию по российскому законодательству, которую далеко не все российские эмитенты переводят на английский язык.

Раздел для инвесторов обычно содержит информацию о ценных бумагах эмитента, котировках, дивидендах, финансовых результатах компании, биржевые пресс-релизы и аудио-записи конференц-звонков, корпоративные презентации, используемые для встреч с инвесторами и на конференциях, годовые отчеты, список и контакты *sell-side* аналитиков, календарь инвестора и контакты для инвесторов.

Также желательно обеспечить возможность включения в список рассылки, а также легкой навигации по разделу для инвесторов с использованием *blackberries* и прочих портативных устройств. Информация на сайте должна своевременно обновляться, любой инвестор при посещении корпоративного сайта должен иметь возможность найти на нем всю информацию, необходимую ему для принятия инвестиционного решения.

РЕЗЮМЕ

Роль информации для инвесторов сложно переоценить. Информация — основной фактор принятия инвестиционного решения. Основным принципом раскрытия является одновременное раскрытие информации всем пользователям и недопущение селективного подхода. Менеджмент компании должен самым тщательным образом оценивать, что и когда раскрывать.

Информационный поток необходимо тщательно планировать, учитывая то, что в случае возникновения факта, который существен для инвестора, затягивать с его раскрытием нельзя, кроме исключительных случаев, когда данная публикация может повредить бизнесу компании. Таким может быть, например, опубликование факта достижения согласия о приобретении актива до закрытия сделки или, по крайней мере, до подписания соглашения между сторонами.

Раскрытие информации — деятельность, требующая тесного взаимодействия *IR*- и *PR*-служб компании, формирующее информационное поле вокруг компании, которое улучшает осведомленность и понимание деятельности компании всеми аудиториями и служит инструментом повышения ее капитализации. ■