Аналитический обзор регуляторной политики в сфере корпоративных отношений (2024 – 2026 гг.): необходимость уточнения и сбалансирования

Политика Банка России в сфере корпоративных отношений в 2024–2026 годах представляет собой сочетание либерализации отдельных процедур и ужесточения требований к публичным компаниям. С одной стороны, регулятор декларирует упрощение доступа эмитентов на рынок капитала, снижение административной нагрузки и цифровизацию корпоративных процедур. С другой — предлагаемые новации в ряде случаев создают дополнительные издержки для эмитентов, ограничивают ликвидность рынка и усложняют реализацию прав миноритарных акционеров.

При этом в центре регулирования, по мнению экспертов АСОП, должны находиться интересы потребителей финансовых услуг — акционеров. Именно они несут риски, связанные с законностью выпусков, доступностью участия в собраниях, сохранением ликвидности бумаг и полнотой раскрытия информации. Поэтому отдельные инициативы Банка России заслуживают дополнительного обсуждения и уточнения с учётом баланса интересов эмитентов, инвесторов и регулятора.

I. Регистрация выпусков акций в непубличных акционерных обществах: передача регистраторам вместо отмены

В 2026 году Департаментом корпоративных отношений Банка России (ДКО) был подготовлен для общественных консультаций доклад «Допуск финансовых инструментов на рынок: Направления оптимизации». По итогам обсуждения регулятор определил пути дальнейшего упрощения эмиссии ценных бумаг, в том числе предложил отказаться от регистрации выпусков акций непубличных акционерных обществ с числом акционеров менее 50,

если по итогам размещения в обществе также будет менее 50 акционеров. Предполагается, что достаточно будет вести учёт ценных бумаг у регистратора, сохранив за ним контрольные функции, включая подтверждение решений и состава участников при проведении собраний акционеров.

ДКО обосновывает новацию устранением избыточной административной нагрузки на бизнес и ускорением корпоративных процедур. В настоящее время государственная регистрация большинства выпусков осуществляется Банком России или регистрирующей организацией. Регистрация выпусков акций, размещаемых при учреждении акционерных обществ, а также выпусков акций непубличных АО, размещаемых путем закрытой подписки с использованием инвестиционной платформы, может осуществляться регистратором в соответствии с п. 1 ст. 20.1 Федерального закона № 39-ФЗ и п. 5.2 Положения Банка России № 706-П. При этом Банк России сохраняет за собой допуск на рынок выпусков, «чувствительных с точки зрения потенциальных рисков для широкого круга инвесторов».

При отказе от государственной регистрации выпусков снижается уровень контроля со стороны регулятора, а регистратор, который лишь ведёт учёт ценных бумаг, также не осуществляет контроль за содержанием выпуска, осуществлённого без его регистрации. Таким образом, акционеры фактически остаются без независимой экспертизы выпуска — ни государственной, ни со стороны регистратора. Упрощение процедуры эмиссии для компаний, не выходящих на публичный рынок, может создать почву для корпоративных конфликтов и размывания долей миноритарных участников, поскольку действенные механизмы предварительного контроля за выпуском ослабевают.

Более сбалансированным решением, по нашему мнению, является не отмена регистрации выпусков акций непубличных акционерных обществ, а передача её в полном объёме регистраторам. В этом случае регистратор, осуществляющий регистрацию выпуска, осуществляет проверку представленных для регистрации документов. Это сохраняет профессиональный контроль, обеспечивает единство учётной и регистрационной функций и позволяет акционерам рассчитывать на

независимую экспертизу выпуска. При этом Банк России сохраняет за собой надзор за деятельностью регистраторов, включая право проверки, приостановления и отзыва лицензии, а также устанавливает требования к их ответственности, достаточности капитала и внутреннему контролю. Дополнительно целесообразно предусмотреть обязательное раскрытие информации о выпуске для действующих акционеров и механизмы оспаривания в случае нарушений. Такой подход позволит снизить административную нагрузку на эмитентов, но не за счёт интересов акционеров: регистрация сохраняется, а вместе с ней — и профессиональная проверка выпуска.

Предлагаемые уточнения:

- не отменять регистрацию выпусков акций непубличных акционерных обществ, а передать её в полном объёме регистраторам;
- установить ответственность регистратора за полноту сведений содержащихся в документах выпуска; при необходимости установить дополнительные требования к регистраторам: внутренний контроль, страхование ответственности, раскрытие информации о конфликтах интересов;
- предусмотреть обязательное информирование действующих акционеров о предстоящем выпуске и механизмы защиты их прав в случае нарушений;
- оценить необходимость переходного периода для введения обязательной регистрации выпусков бумаг непубличных АО у регистраторов.

II. Собрания акционеров: между цифровизацией и доступностью волеизъявления

Представители Банка России в публичных выступлениях регулярно отмечает пассивность физических лиц при голосовании на общих собраниях акционеров. Одновременно с этим регулятор продолжает требовать от эмитентов направлять бюллетени для голосования почтой тем акционерам, у

которых в учётной системе нет адреса электронной почты. При этом нередки случаи, когда бюллетени доставляются после собрания или утрачиваются оператором почтовой связи.

С 1 сентября 2027 года уставом общества или внутренним документом могут быть предусмотрены способы достоверного установления лиц, дистанционно участвующих в заседании, включая идентификацию или аутентификацию с использованием ЕСИА и Единой биометрической системы. Аналогичные правила устанавливаются для электронной подписи бюллетеня. Эти меры направлены на повышение достоверности голосования, однако для физических лиц они могут создать дополнительные барьеры, поскольку требуют личной явки или сдачи биометрии.

Отдельного внимания заслуживает вопрос об уровне учётной записи в ЕСИА. Упрощённая учётная запись создаётся онлайн без проверки личности — достаточно указать фамилию, имя, номер телефона или адрес электронной почты. Такой уровень не позволяет получить усиленную квалифицированную электронную подпись и не даёт доступа к большинству систем электронного голосования: в инструкциях многих обществ и регистраторов прямо указано, что для идентификации через ЕСИА требуется именно подтверждённая учётная запись. Таким образом, хотя формально закон может допускать использование простой электронной подписи на базе ЕСИА, на практике акционер с упрощённой записью не может полноценно реализовать право на дистанционное участие в собрании. Это создаёт дополнительный барьер: акционер вынужден либо проходить подтверждение личности (личная явка, биометрия), либо отказываться от участия в голосовании. При этом акционер уже мог пройти идентификацию у регистратора, брокера или депозитария при открытии счёта — и эти способы идентификации не должны игнорироваться при организации голосования.

В 2026 году ДКО был разработан Проект Положения Банка России «Об общем собрании акционеров» взамен действующего Положения № 660-П. Предполагалось, что он вступит в силу с 1 января 2027 года. Однако по нашей информации Министерство юстиции Российской Федерации возвратило без государственной регистрации Положение Банка России от 06.07.2026 № 888-П «Об общем собрании акционеров». В числе замечаний —

отсутствие подтверждения полномочий Банка России по определению условий применения акционерного соглашения, требований к уставу общества, даты поступления, получения и вручения документов; несоответствия Федеральному закону № 208-ФЗ в части права владельцев обыкновенных акций участвовать без права голоса, порядка голосования приобретателей акций после даты фиксации, аудиозаписи заседания, обязательного присутствия председателя совета директоров; юридико-технические замечания.

Этот факт не ставит под сомнение необходимость регулирования, но подтверждает, что отдельные нормы нуждаются в более выверенной правовой проработке.

Предлагаемые уточнения:

- уточнить подход к идентификации акционеров при проведении собраний в т.ч. предусмотреть возможность способов идентификации, уже пройденных акционером при открытии счёта у регистратора, брокера или депозитария**;**
- сохранить возможность голосования через брокеров, депозитарии и иные привычные каналы;
- отказаться от предоставления права голоса акционерам, заблаговременно не включённых в список лиц, имеющих право на участие в собрании, без надёжной процедуры проверки документов;
- доработать проект Положения «Об общем собрании акционеров» с учётом замечаний Минюста России;
- обеспечить приоритет электронных способов направления бюллетеней (или получения к ним удаленного доступа) при наличии согласия акционера.

III. Листинг, делистинг и рыночная цена акций: взаимосвязь требований и интересов акционеров

В 2026 году ДКО был разработан Проект Положения Банка России «О допуске ценных бумаг к организованным торгам» взамен Положения № 534-

П. Предполагалось, что он вступит в силу с 1 октября 2027 года, отдельные положения — с 1 июля 2028 года. Пока этого не произошло. Однако предложения Банка России по ужесточению требований к *free float* и корпоративному управлению эмитентов акций сопряжены с определенными рисками.

По оценкам экспертов СПБ биржи, 22% эмитентов, акции которых включены в первый и второй котировальные списки, уже сейчас не соответствуют предлагаемым Банком России требованиям по *free float*. В случае введения новых требований биржи будут вынуждены перевести часть эмитентов в некотировальную часть списка. С учётом ограничений ряда институциональных инвесторов на вложения в акции, не включённые в котировальные списки, это может привести к вынужденным распродажам и падению котировок.

Ситуация усугубляется планами Банка России ввести требования к корпоративному управлению эмитентов акций из второго котировального списка, аналогичные требованиям первого уровня, а также ужесточить требования для внесписочных компаний. В результате биржа может быть обязана делистинговать акции с рынка. При делистинге по решению биржи у акционеров не будет возможности предъявить акции к выкупу. Многие эмитенты из числа внесписочников, которые не собираются соблюдать требования к корпоративному управлению, могут получить возможность делистинга по новым правилам без выкупа акций у миноритариев. Акции исключённых из листинга ПАО потеряют ликвидность и часть стоимости: бумаги становятся неликвидными, их рыночная цена падает, а возможность продать их по справедливой цене исчезает. Как следствие, снижается и капитализация эмитента.

Аналогичная проблема возникает с облигациями эмитентов с кредитным рейтингом BB- и ниже. При несоблюдении дополнительных требований, включая план финансового восстановления, биржа будет обязана осуществить делистинг таких облигаций. Это усугубляет положение инвесторов: при продаже себе в убыток ценных бумаг, которые уже не торгуются на бирже, они не смогут уменьшить налогооблагаемую базу по

прибыли, которая у них, возможно, будет по позициям, закрытым ранее с прибылью.

В этом же контексте заслуживает дополнительного обсуждения подход Банка России к определению рыночной цены акций. Сейчас регулятор при регистрации дополнительных выпусков и при оценке цены IPO исходит из того, что размещение должно производиться по текущей рыночной оценке одной акции без учёта увеличения уставного капитала. На практике это выражается в административных препятствиях при регистрации дополнительных выпусков, если цена размещения отклоняется от текущей рыночной цены, а также в давлении на эмитентов при определении цены первичного размещения. По оценкам экспертов, из порядка 25 первичных размещений, произведённых на бирже в 2024–2026 годах, лишь один эмитент (ДОМ.РФ) удержал первичную цену размещения; по остальным рыночная цена акций снизилась ниже уровня цены размещения, что причинило инвесторам убытки. Это может свидетельствовать о необходимости более гибкого подхода, учитывающего будущую стоимость бизнеса, прогноз капитализации, влияние привлечённых средств на деятельность компании, её рыночное положение и перспективы.

Предлагается **разрешить эмитенту определять цену размещения на основе обоснованного прогноза, а не только текущей рыночной цены**, при соблюдении трёх условий: (а) методика расчёта раскрыта, (б) цена обоснована советом директоров, (в) при наличии существенного отклонения от текущей рыночной цены привлекается независимый оценщик. Для этого предлагается внести изменения в Положение Банка России № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг» и в проект положения «О допуске ценных бумаг к организованным торгам», а именно:

- закрепить альтернативные методы определения цены размещения: цена по результатам сбора заявок (*book building*); цена в пределах объявленного диапазона; цена по независимой оценке; цена не ниже номинальной стоимости с обоснованием отклонения от текущей рыночной цены;
- установить исчерпывающий перечень оснований для отказа в регистрации выпуска по мотиву цены размещения — сейчас перечень не определён, что создаёт неопределённость для эмитента;
- ввести требование раскрывать методику ценообразования в проспекте или решении о выпуске: какие показатели использовались (прогноз капитализации, инвестиционная программа, использование средств, оценка независимого оценщика), каковы допущения;

- обязать совет директоров АО обосновывать цену размещения в отдельном документе, раскрываемом до начала размещения, — это смещает контроль с административного усмотрения регулятора на корпоративную процедуру и раскрытие;
- разграничить IPO и дополнительные выпуски: для IPO цена определяется по итогам сбора заявок и рыночного спроса; для дополнительных выпусков с ограниченным кругом приобретателей допускается цена по независимой оценке;
- установить сроки рассмотрения документов и запретить приостановление регистрации по мотивам, не указанным в исчерпывающем перечне.

Для инвесторов это означает, что до покупки они видят, как и почему определена цена, а не только итоговую цифру; снижается риск завышения цены IPO относительно будущей стоимости бизнеса, а значит, сокращается разрыв между ценой размещения и последующими котировками. Для эмитентов уменьшается неопределённость: они заранее знают, какие основания могут привести к отказу в регистрации, и могут их устранить. Обоснованность цены обеспечивается органами управления эмитента и/или независимым оценщиком, а не неформализованным усмотрением регулятора.

Предлагаемые уточнения:

- пересмотреть запланированное ужесточение требований к *free float* и корпоративному управлению эмитентов акций либо ввести длительный переходный период;
- не допускать делистинга акций без выкупа у миноритариев или без иных компенсационных механизмов;
- пересмотреть планы по обязательному введению для новых эмитентов акций требований по получению некредитных рейтингов и представлению независимых аналитических обзоров, поскольку соответствующие затраты в конечном счёте ложатся на акционеров;
- отказаться от запланированного ужесточения требований к эмитентам облигаций с кредитным рейтингом BB- и ниже, решая проблему доверия к рейтингам через регулирование деятельности рейтинговых агентств;

- уточнить подход к определению рыночной цены акций, сделав его более предсказуемым и учитывающим будущую стоимость бизнеса;
- предусмотреть налоговые механизмы, позволяющие инвесторам учитывать убытки по неликвидным бумагам.

IV. Раскрытие корпоративной информации: издержки и практическая ценность

В июле 2025 года Банк России опубликовал для общественных консультаций доклад «Об оптимизации форм раскрытия периодической информации», в котором предложил стандартизировать годовой отчёт, сделать обязательным системное раскрытие информации о корпоративном управлении и устойчивом развитии, а также перейти к цифровой отчётности в машиночитаемых форматах XHTML и XBRL.

В 2026 году ДКО был разработан Проект Положения Банка России «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» взамен Положения № 714-П. Предполагается, что он вступит в силу с 1 апреля 2027 года. Проект предусматривает обязательное включение в годовой отчёт около 30 базовых ESG-показателей для публичных акционерных обществ, чьи акции включены в котировальные списки первого и второго уровней. В перечень входят данные о выбросах парниковых газов и загрязняющих веществ, потреблении воды, сбросах сточных вод, объёме отходов, расходах на экологические мероприятия, энергопотреблении, уровне производственного травматизма, доле женщин среди работников, а также сумме уплаченных налогов. Передача информации, включая ESG-показатели, будет осуществляться через аккредитованные информационные агентства в машиночитаемом формате XBRL.

Представляется, что предлагаемое нововведение в виде составления и раскрытия части отчёта эмитента о нефинансовых показателях в машиночитаемой форме XBRL может повлечь существенное увеличение затрат для эмитентов, связанных с приобретением дорогостоящего программного обеспечения или привлечением внешних организаций. При этом практическая ценность такой информации для инвесторов с точки

зрения оценки инвестиционной привлекательности и кредитных рисков неочевидна. Эмитенты будут нести дополнительные затраты, связанные с публичным обращением ценных бумаг, что может отразиться на прибыли и дивидендах.

Предлагаемое сокращение сроков подготовки отчёта эмитента повышает риски раскрытия недостоверной информации. Кроме того, публичные компании могут быть вынуждены проводить собрания акционеров в последней декаде июня, поскольку раньше они не успеют составить годовой отчёт, соответствующий предлагаемым требованиям. Это приведёт к тому, что общества будут платить дивиденды инвесторам не раньше конца июля года, следующего за отчётным. По оценкам СПБ Биржи, в 2025 году объём «ранних» выплат (конец апреля — май) финальных дивидендов публичными компаниями составлял примерно 500 млрд. рублей. Инвесторы будут получать финальные дивиденды минимум на два месяца позже, а у денег есть временная стоимость.

Перенос раскрытия части информации из отчёта эмитента в годовой отчёт может привести к эффекту «лоскутного одеяла»: для получения целостной картины инвестору недостаточно прочитать отчёт эмитента с приложениями, ему придётся ждать, пока информация «дораскроется» в годовом отчёте.

Предлагаемые уточнения:

- пересмотреть запланированное изменение требований к периодической информации либо сделать его поэтапным и добровольным;
- сохранить существующие сроки раскрытия, не сокращая их в ущерб достоверности;
- оценить издержки эмитентов и полезность ESG-показателей для инвесторов до введения обязательного формата XBRL;
- не переносить раскрытие существенной информации из отчёта эмитента в годовой отчёт;

- дополнительно обязать эмитентов раскрывать сведения о структуре и параметрах сделки IPO, а именно: принципы аллокации[1], наличие *lock-up* обязательства крупных акционеров[2], наличие маркетмейкера и условия соглашений о стабилизации. В настоящее время соответствующие сведения раскрываются преимущественно на рекомендательной основе — в рекомендациях Банка России 2024 года и Стандарте IPO Московской биржи;
- развивать коммуникацию с инвесторами через IR-подразделения, а не только через увеличение объёмов раскрытия.

Заключение

В сфере корпоративных отношений существует необходимость более тонкой настройки баланса между упрощением процедур для эмитентов и защитой интересов акционеров. Упрощая эмиссию для непубличных компаний, регулятор одновременно ужесточает требования к публичным эмитентам в части раскрытия информации, корпоративного управления и *free float*. Меры, декларируемые как повышение прозрачности и защита инвесторов, на практике могут вести к росту издержек эмитентов, снижению ликвидности рынка, вытеснению миноритариев и созданию барьеров для волеизъявления акционеров.

В результате интересы потребителей финансовых услуг — акционеров — страдают: акционеры непубличных обществ не могут быть уверены в законности выпусков, осуществлённых без регистрации, а акционеры ПАО, исключённых из листинга, теряют ликвидность и часть стоимости своих акций. Отказ Минюста России в государственной регистрации Положения Банка России № 888-П «Об общем собрании акционеров» подтверждает необходимость более выверенных действий регулятора в этой сфере.

[1] Т.е. по какому принципу бумаги распределялись между инвесторами: пропорционально заявкам, с приоритетом для определённых категорий, с урезанием заявок и т.д. Это важно, потому что инвестор может рассчитывать на один объём, а получить другой.

[2] Т.е. обязательства не продавать акции в течение определённого периода после IPO. Если такой обязанности нет, инвестор должен знать, что крупный акционер может выйти из бумаги в любой момент, что создаёт давление на цену.

Итоговые предложения по уточнению и смягчению политики регулирования корпоративных отношений:

1. В части регистрации выпусков — не отменять регистрацию выпусков акций непубличных акционерных обществ, а передать её в полном объёме регистраторам, установив их ответственность за полноту содержания выпуска, сохранив надзор Банка России и предусмотрев переходный период.
2. В части собраний акционеров — смягчить требования к идентификации, обеспечить приоритет электронных способов направления бюллетеней для голосования (или доступа к ним) при наличии согласия акционеров, доработать проект Положения с учётом замечаний Минюста России.
3. Пересмотреть проект Положения «О допуске ценных бумаг к организованным торгам» в части: (1) сохранения действующих порогов *free float* на переходный период и их повышения только для новых эмитентов; (2) сохранения дифференциации требований к корпоративному управлению между КС1 и КС2 и установления упрощённого режима для внесписочных эмитентов; (3) введения «исправительного периода» до делистинга и запрета делистинга без выкупа акций у миноритариев; (4) отказа от автоматического делистинга облигаций при отсутствии плана финансового восстановления; (5) отказа от обязательных некредитных рейтингов и аналитических обзоров для новых эмитентов либо ограничения таких требований кругом крупных размещений.
4. В части раскрытия информации — отказаться от избыточных и затратных требований, сохранить сроки раскрытия, обеспечить поэтапность и практическую полезность информации для инвесторов, обязать эмитентов раскрывать сведения о структуре и параметрах сделки IPO, а именно: принципы аллокации, наличие *lock-up* обязательств, маркет-мейкера и условия соглашений о стабилизации цен.
5. В части рыночной цены акций — закрепить в Положении № 706-П и в проекте положения о допуске ценных бумаг к торгам альтернативные методы определения цены размещения (по результатам *book building*, в пределах объявленного диапазона, по независимой оценке), исчерпывающий перечень оснований для отказа в регистрации по мотиву

цены, требование раскрывать методику ценообразования и обоснование цены советом директоров. Разграничить подход к цене IPO (по рыночному спросу) и к цене дополнительных выпусков (по независимой оценке). Это позволит учитывать будущую стоимость бизнеса, снизить административную неопределённость для эмитентов и дать инвесторам проверяемое обоснование цены, а не только её итоговое значение. В части рыночной цены акций — сделать подход регулятора в предъявляемой ему оценке более предсказуемым, учитывающим будущую стоимость бизнеса и интересы инвесторов.

Такой подход позволит Банку России сохранить курс на развитие рынка капитала, не создавая дополнительных рисков для акционеров и не снижая инвестиционную привлекательность российского финансового рынка.