



**А.А. Твердов**  
канд. техн. наук  
IMC Montan  
руководитель направления  
развития горных работ  
andreytverdov@imcgroup.ru



**А.В. Жура**  
канд. экон. наук  
IMC Montan  
руководитель  
экономической оценки  
горных предприятий



**С.Б. Никишичев**  
канд. экон. наук  
IMC Montan  
директор

# Целесообразность формирования стандартов аудита горнодобывающих компаний для подготовки публичной отчетности с целью листинга на российских фондовых площадках

*Авторы предлагают принять кодекс НАЭН в качестве базовой отчетности о ресурсах и запасах при листинге на российских фондовых площадках, сформировать институт Компетентных лиц, аккредитованных при бирже из российских независимых экспертов и специалистов, а также распространить «юрисдикции» кодекса НАЭН и стандартов раскрытия информации и подготовки горного аудита на территорию стран СНГ*

*The authors propose to adopt the code НАЭН as a basic statements on reserves and resources for a listing on the Russian stock exchanges, to create the institution of the Competent persons accredited at the stock exchange of the Russian independent experts and specialists, and also extend the «jurisdiction» of the code НАЭН and disclosure standards and training of mining audit on the territory of CIS countries*

**Ключевые слова:** инвестиции, IPO, Московская биржа, оценка запасов и ресурсов, кодекс НАЭН, Компетентные Лица

**Keywords:** investments, IPO, Moscow stock exchange, estimation of reserves and resources, the Code НАЭН, Competent Persons

**В** о время кризиса 2008 г. президент Д.А. Медведев озвучил необходимость становления Москвы как международного финансового центра. В 2013 г. в «Основных направлениях деятельности правительства до 2018 года» задача создания международного финансового центра получила конкретные очертания. Для решения этой задачи утверждена государственная программа «Развитие финансовых и страховых рынков, создание международного финансового центра» и план мероприятий («дорожная карта») «Создание международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации».

19 декабря 2011 г. в результате слияния бирж ММВБ и РТС была образована Московская Биржа, которая входит в состав ТОП-20 ведущих мировых площадок по объему торгов ценными бумагами и суммарной капитализации торгуемых акций, составляющей около \$800 млрд. Лидирующим сектором в объеме сделок является сырьевой – около 70%.

Сырьевой сектор (горнодобывающая и нефтегазовая отрасли) играет ключевую роль в экономике России. Для привлечения инвестиций многие компании провели (либо планируют) проведение листинга на ведущих мировых площадках фондового рынка. Среди причин интереса компаний

к фондовому рынку можно указать: рост капитализации, снижение политических рисков, улучшение имиджа компании, повышение ликвидности ценных бумаг, привлечение средств для развития проектов, рост доверия инвесторов/кредиторов. В результате успешного публичного размещения компании обычно добиваются снижения стоимости привлечения капитала для своего развития.

Среди российских компаний сырьевого сектора, успешно прошедших размещение на фондовых биржах, – УК Распадская, ТМК, Северсталь, Мечел, НЛМК, КТК, Уралкалий, Еп+, ФосАгро, ЕвразХолдинг, Акрон и другие компании.

Выбор правильной стратегии является основой для роста капитализации компании при проведении *IPO* (*SPO* и др. операций). Рынок использует различные мультипликаторы для оценки капитализации компаний. Наиболее известными являются рыночные экономические мультипликаторы, отражающие отношения стоимости компании к выручке от реализации и прибыли:  $EV/S$ ,  $P/E$ ,  $EV/EBITDA$ .

Для горнодобывающих компаний могут использоваться отраслевые мультипликаторы – соотношение стоимости компании к объемам добычи (или выпуска товарной продукции, например выпуска золота в *Oz*) и объемам запасов:  $EV/Output$ ,  $EV/Reserves$ .

При определенных изменениях конъюнктуры финансовых и сырьевых рынков для компаний, которые имеют в своем составе как предприятия, связанные с добычей, так и с переработкой сырья (и предприятия других отраслей), оптимальной стратегией является выделение сырьевых активов в отдельную дочернюю компанию. Так, вывод на фондовый рынок отдельно компаний металлургического сектора и горнорудного сектора при определенных условиях может увеличить суммарную капитализацию материнской компании.

Для привлечения необходимого количества инвестиций российские компании выбирают для размещения известные площадки. Например, доля российских компаний в обороте на *LSE* (Лондонская фондовая биржа) составляет до 20% и процент сырьевых компаний среди них очень высок. Это говорит о существенном потенциале роста капитализации Российского фондового рынка за счет перетока финансовых ресурсов с зарубежных биржевых площадок.

Совершенно очевидно, что Московская биржа может претендовать на роль основной фондовой площадки не только для российских компаний, но и для инвесторов и компаний стран бывшего Советского Союза и даже бывших стран-членов Совета экономической взаимопомощи. Это объясняется геополитическим положением России, а также сохранившимися, несмотря на все потрясения, экономическими связями с этими странами.

По понятным причинам страны Запада не заинтересованы в развитии российского фондового рынка и тем более – в перетоке средств со своих биржевых площадок. В конкурентной борьбе оказываются приемлемы все средства от политических и информационных до экономических. Очень

часто создается образ совершенно некомфортной для инвестиций и ведения бизнеса страны, где самая сильная коррупция, самая высокая преступность и чуть ли не медведи по улицам ходят. Это хорошо чувствуется при общении с иностранцами, ранее не имевшими большого опыта работы в России.

Хороший пример развития площадок фондового рынка – Варшавская биржа. Еще 10–15 лет назад о размещениях на Варшавской бирже в горной отрасли было вообще не слышно. В настоящее время среди клиентов *IMC Montan* есть примеры таких размещений (угольные компании Украины). Тяготеют к Варшавской бирже также компании Белоруссии. Московская биржа может составлять достойную конкуренцию Варшавской бирже, особенно для листинга компаний Украины и Белоруссии.

Безусловно, у нас есть над чем работать в области повышения инвестиционной привлекательности экономики, в том числе доверия к российскому горному сектору и его инвестиционному потенциалу.

Повышение доверия к московской площадке, как к признанному международному финансовому центру, позволит в целом повысить доверие к Российскому рынку, что приведет к снижению оттока капитала из страны, значительному росту годового объема торгов. По оценкам экспертов, реализация мероприятий государственной программы РФ и «дорожной карты» позволит обеспечить ускоренное развитие российской финансовой индустрии к 2020 г. и добиться увеличения активов банковского сектора до 104 трлн руб., годового объема торгов биржевого рынка акций до 240 трлн руб., достижения объема публичных размещений акций на внутреннем рынке (по рыночной стоимости) 1,8 трлн руб., роста капитализации российского финансового рынка свыше 100% валового внутреннего продукта. Для достижения этой цели необходим комплекс мер, в том числе законодательного характера.

Для инвесторов важно знать, что объект, выставленный на биржу, прошел необходимые процедуры «верификации» представленной информации и при обращении на биржу рассчитывает на определенные стандарты раскрытия информации.

Горнодобывающие компании, как объекты для инвестиций, имеют много особенностей, отличающих их от компаний других отраслей. Поэтому совершенно справедливо, что процедура подготовки сырьевых компаний к *IPO* не может проходить на общих основаниях с предприятиями других отраслей экономики.

Любое горное предприятие в своем роде уникально. Но есть определенные показатели, которые напрямую влияют на капитализацию компаний. Если для производственного предприятия обрабатывающей отрасли сроки его работы фактически неограниченны (было бы сырье и спрос), то для горного предприятия естественным лимитом срока жизни является объем запасов.

Это один из основных показателей, интересующий инвесторов в горнодобывающие компании. Основная капитализация горных компаний складывается из их «перспектив» по отработке месторождений. Особенность горнодобывающих пред-

приятый – низкая ликвидность основных фондов. В отрыве от возможности добычи полезных ископаемых (по причине неподтверждения качественных характеристик руды или исчерпания запасов) вертикальный ствол или сложная дорогостоящая система горных выработок фактически неликвидны.

Иными словами, прибыль и основная капитализация сырьевой компании генерируются в процессе производственной деятельности по добыче минерального сырья и его последующей переработки. Перспективы целиком и полностью зависят от надежности геологической информации, качества проектных проработок, соответствия принятых решений по освоению месторождений правовой базе (природоохранной, в области промышленной безопасности и недропользования и др.). Для непрофессионалов в горной отрасли многие аспекты геологии и технологии отработки запасов непонятны и требуют квалифицированной экспертной оценки. Многим трудно понять, что сама величина запасов руды носит вероятностный характер и может не подтвердиться, равно, как и достоверность производственных планов горной компании базируется на определенных допущениях и сопровождается погрешностью, т.к. для оценки фактора неопределенности в горном деле иногда необходимо применять вероятностный/сценарный метод оценки.

Для инвестора важна обоснованность инвестиций, представленная в презентационных материалах. Следует отметить следующую особенность проектов в горнодобыче: все проекты в добывающей отрасли – капиталоемкие. Для обоснования необходимого объема капитальных затрат в представляемой документации должны быть четко прописаны направления инвестиций.

Для проектов отрасли характерны следующие виды рисков: технические, технологические, горные, инфраструктурные и другие. Их наличие может влиять как на объем капитальных затрат, так и, например, на ограничения по срокам ввода объекта стадии *Greenfield* в эксплуатацию. На некоторых этапах нужно более четко характеризовать инвесторам надежность представляемой геологической и горнотехнической информации и давать оценку приемлемости рисков, сопровождающих процессы недропользования.

Высокая капиталоемкость и сроки окупаемости проектов требуют привлечения значительных долговременных инвестиций и разработки специальных схем финансирования. Самостоятельное развитие крупного объекта может позволить себе только очень крупная компания.

Для привлечения инвестиций на фондовом рынке компании должны соблюдать принципы «транспарентности». Наличие бухгалтерской отчетности по стандартам МСФО за 3 года является необходимым условием для проведения *IPO* компании. Но для инвесторов также важно видеть в представленных материалах не только бухгалтерские и юридические аспекты деятельности компании, но и технико-экономические.

Все эти факторы говорят об одном – горнодобывающие компании в силу своей специфики долж-

ны проходить подготовку к листингу на бирже не на общих основаниях. К такому выводу уже давно пришли крупные мировые фондовые площадки – Лондонская фондовая биржа (*LSE*), Нью-Йоркская фондовая биржа (*NYSE*), Фондовая биржа Торонто (*Toronto Stock Exchange*), Гонконгская фондовая биржа (*Hong Kong Stock Exchange*) и другие.

Международная практика по подготовке горных компаний к листингу включает в себя необходимость оценки запасов и ресурсов по международной системе классификации, аудит финансовой отчетности с публичным раскрытием информации, раскрытие структуры компании и прочих юридических аспектов ее деятельности, проведение обязательного аудита горных и перерабатывающих мощностей с составлением стандартизированной отчетности – Отчета Компетентного лица – *MER (CPR)* и т.д. В подготовке компании к листингу принимают участие не только юридические и финансовые консультанты, но и технические специалисты – признанные и аккредитованные профессионалы в отрасли.

Все правила и рекомендации по подготовке материалов компании для листинга на фондовых площадках описываются в соответствующих документах фондовых бирж, а также базируются на исторически сформированных в финансовом сообществе стандартах.

Этот опыт необходимо применять при подготовке листинга на Московской бирже. До настоящего времени использование международных стандартов при листинге на российских площадках являлось для горных компаний добровольным волеизъявлением и во многом – требованием андеррайтеров, являющихся представителями западных банков и требующих подготовки привычных для них документов, сопровождающих *IPO*. Совершенно понятно, что при отсутствии внутренних требований российского фондового рынка за базу принимаются стандарты и форматы отчетности, принятые в западном сообществе, при этом процесс подготовки отчетности осуществляется, в основном, силами западных экспертов (Компетентных лиц). Так в 2006 г. Распадская угольная компания при выходе на ММВБ представила для инвесторов пакет документов, включающий в себя *MER*, подготовленный международной консалтинговой компанией *IMC*. В нем были опубликованы аудированные по кодексу *JORC* запасы компании. Всего за период работы в России только компанией *IMC Montan* было подготовлено более 25 отчетов стандарта *MER/CPR*.

Хотелось бы подчеркнуть, что раскрытие информации и форма ее подачи материала играют важную роль при презентации инвесторам. Встречаются явно «ангажированные» материалы, в которых при расчете стоимости компаний учитываются доходы от весьма спорных участков недр или сознательно опускаются моменты сложности извлечения некоторых полезных компонентов.

Ниже приведены некоторые моменты, встречающиеся в практике подготовки материалов при привлечении инвестиций в горное производство,

которые желательно корректировать как в интересах компаний, так и российского горного бизнес-сообщества в целом. Подготовка к IPO не может вестись бессистемно и в авральном режиме. В такой процедуре недопустим формальный подход к *Road Show*. Для всех подразделений, которые готовят материалы, необходимо ставить четкие цели в бизнес-планировании для увеличения капитализации компании. Компания может показывать стратегию развития из максимально консервативных сценариев по следующим факторам:

- ограничение календарных планов среднесрочной перспективой;
- оценка капитальных вложений и операционных затрат с большим резервом;
- принятие пессимистичного маркетингового сценария в базовой оценке;
- завышение ставки дисконтирования;
- исключение из рассмотрения перспективных объектов.

Иногда встречается и вовсе отсутствие понятных и прозрачных стратегий развития, рассматривающих все аспекты жизнедеятельности предприятия. Отсутствует четко выраженная грамотная маркетинговая стратегия – сужение рынков сбыта. Итогом наличия хотя бы части из перечисленных факторов является искусственное занижение оценки российских горных активов.

Грамотная подача информации о специфике горных компаний понятным инвесторам языком является задачей инвестиционных и отраслевых консультантов. Поэтому в подготовке к листингу обязательно участие технических специалистов – признанных и аккредитованных профессионалов, имеющих опыт работы как в России, так и на международных площадках.

В 2012 г. НП «Национальная ассоциация по экспертизе недр» (НАЭН) после длительной работы сделала важный шаг к интеграции российских публичных стандартов отчетности о ресурсах и запасах твердых полезных ископаемых с международными стандартами. Совместно с экспертами Государственной комиссией по запасам и членами *CRIRSCO* был разработан новый стандарт отчетности – кодекс НАЭН. Этот стандарт предназначен для независимой оценки минеральных ресурсов и запасов в соответствии с международными требованиями стандартов отчетности *CRIRSCO*, которые принимаются к рассмотрению на крупных мировых фондовых площадках. Кодекс НАЭН уже признан многими профессиональными организациями и сообществами, разработавшими международные стандарты об отчетности о ресурсах и запасах, в качестве равноправного. Среди признавших кодекс НАЭН – горная комиссия Чили, *PERC*, *SAMREC*. В ближайшее время ожидается официальное признание и рядом других организаций и сообществ, включая *JORC*.

Под эгидой НАЭН активно ведется работа по развитию российской независимой профессиональной организации «Компетентных лиц» в облас-

ти недропользования – ОЭРН (общество экспертов по недропользованию). В составе ОЭРН представлен коллектив профессионалов горной отрасли России и стран СНГ.

Для усиления статуса членов ОЭРН в настоящее время идет работа по получению статуса «Компетентных лиц» также и в западных профессиональных сообществах. Следует отметить, что при работе на территории стран СНГ отечественные специалисты имеют безусловное преимущество в знании всей специфики правовой базы, особенностей производственной деятельности и проектной деятельности, сопровождающей процессы недропользования. Однако это должны быть специалисты, понимающие не только узкие технические вопросы, но и способные глобально посмотреть на объект и оценить приемлемость инвестиционных рисков.

Представление информации о запасах в международных стандартах (НАЭН, *JORC*, *SAMREC* и др.) повышает рейтинг компании в глазах инвесторов, а для привлечения иностранных инвестиций это является не желательным, а необходимым требованием.

Исходя из этого, логичным продолжением данного направления было бы принятие кодекса НАЭН в качестве базового стандарта (наряду с *JORC* и другими международными признанными кодексами отчетности) для представления информации по ресурсам и запасам полезных ископаемых при подготовке горнодобывающих компаний к листингу на Московской бирже. Для этого необходимо разработать требования/стандарты Московской биржи к процедуре подготовки горнодобывающих компаний к листингу с утверждением в профильных ведомствах (департаменты Минэкономразвития, Минфина и др.). В процедуру подготовки необходимо внести требование о наличии необходимой независимой технической аудиторской отчетности, учитывающей весь передовой мировой опыт, а также российские особенности в правовом поле и практике горного дела.

При этом предлагается принять кодекс НАЭН в качестве базовой отчетности о ресурсах и запасах при листинге на российских фондовых площадках. Необходимо сформировать институт Компетентных лиц, аккредитованных при бирже из российских независимых экспертов и специалистов – наиболее хорошо осведомленных в особенностях правовой и нормативной базы страны и имеющих опыт подготовки подобных материалов по международной отчетности.

Совершенно справедливым будет распространить «юрисдикции» кодекса НАЭН, а также стандартов раскрытия информации и подготовки горного аудита на территорию стран СНГ. Это оправданно, учитывая тесные экономические, культурно-исторические связи, практически идентичный опыт и нормативы в области недропользования. Уже сейчас проявлен интерес к этому процессу со стороны ответственных лиц и специалистов Казахстана, Украины и Белоруссии. ■