



**МОСКОВСКАЯ
БИРЖА**

**Методические рекомендации ПАО Московская Биржа по
составлению и реализации дивидендных политик публичными
компаниями**

2017

Оглавление

Введение	1
Рекомендации по составлению и реализации дивидендных политик.....	2
1. Принципы дивидендной политики	2
2. Временной охват дивидендной политики.....	2
3. Периодичность дивидендных выплат.....	2
4. Описание процедурных вопросов	2
5. Подход компании к выработке рекомендаций о распределении прибыли	3
6. Роль совета директоров в процессе принятия решения о дивидендах.....	3
7. Ключевые аспекты реализации дивидендной политики	4
7.1 База расчета конкретной суммы, направляемой на дивиденды.....	4
7.2 Установление ориентира по доле базового показателя, используемого для расчета	4
7.3 Использование бенчмаркинга при реализации дивидендной политики.....	5
7.4 Основные факторы, влияющие на распределение прибыли.....	5
7.5 Предпосылки для использования нераспределенной прибыли прошлых лет	6
7.6 Обеспечение паритета выплат по обыкновенным и привилегированным акциям	6
8. Условия, при которых выплата дивидендов нецелесообразна.....	6
9. Форма дивидендных выплат.....	6
10. Доступность дивидендной политики для заинтересованных лиц	6
Приложение 1. Возможные корректировки величины чистой прибыли по МСФО при расчете дивидендов.....	8

Введение

Одним из основных показателей инвестиционной привлекательности компании является совокупная прибыль акционеров (total shareholder return, TSR), состоящая из роста котировок акций и дивидендов. Дивидендная политика напрямую влияет на совокупную прибыль акционеров. На практике растет число инвесторов, для которых, при прочих равных условиях, компании, стабильно выплачивающие дивиденды, выглядят более привлекательными, что приводит к росту акционерной стоимости этих компаний.

Единый стандарт дивидендной политики, который был бы приемлем для всех компаний, отсутствует, но закрепление четкого и понятного подхода к определению размера соответствующих выплат во внутренних документах компании может служить сигналом зрелости системы корпоративного управления, нацеленности на рост акционерной стоимости и ее стремления быть прозрачной для акционеров и инвесторов.

Наличие закреплённого подхода относительно дивидендов особенно актуально для отечественного рынка ввиду высокой концентрации собственности в России. У большинства российских публичных компаний в структуре собственности присутствует мажоритарный акционер: согласно Исследованию¹ Deloitte, опубликованному в 2016 г., среди 120 российских публичных компаний в 73% имелся акционер, доля которого составляла свыше 50%. Интересы мажоритарного акционера и менеджмента не всегда совпадают с интересами всех остальных акционеров, в том числе миноритарных, и публичный ориентир по дивидендным выплатам, заявленный компанией, может служить для миноритарных акционеров некоторой “гарантией” сбалансированного подхода к вопросу распределения прибыли.

Целью настоящих рекомендаций является обозначение элементов, включение которых в дивидендную политику может повысить инвестиционную привлекательность компании и обеспечить прозрачность механизма определения размера дивидендов и процедур, сопутствующих решению о дивидендных выплатах. Данный документ содержит свод рекомендаций в области определения подходов к реализации дивидендной политики.

Документ ориентирован, в первую очередь, на эмитентов, чьи акции включены в котировальные списки Первого или Второго уровня, ввиду того, что именно к этим эмитентам применяется требование Правил листинга² о наличии дивидендной политики. Остальные эмитенты³ также могут руководствоваться представленными рекомендациями.

Для целей данных рекомендаций под дивидендной политикой понимается документ⁴, утвержденный советом директоров (наблюдательным советом) эмитента и содержащий принципы и подходы, используемые эмитентом при определении и осуществлении дивидендных выплат, а также фактически реализованная им практика распределения прибыли и выплаты дивидендов.

Данный документ разработан с учетом положений законодательства РФ, рекомендаций Кодекса корпоративного управления⁵, рекомендаций Федерального агентства по управлению государственным

¹ Исследование Deloitte «[Структуры корпоративного управления российских публичных компаний в 2015 г.](#)»: в выборку включены как компании, инкорпорированные в РФ, так и компании, инкорпорированные за пределами РФ, но активы которых находятся преимущественно в России.

² Правила листинга ПАО Московская Биржа, утвержденные Наблюдательным советом ПАО Московская Биржа

³ Акционерные общества, ценные бумаги которых допущены к организованным торгам

⁴ Примерами названия соответствующего документа являются “Положение о дивидендной политике”, “Дивидендная политика”.

⁵ Кодекс корпоративного управления, рекомендованный к применению письмом Банка России от 10.04.2014 N 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления» (<http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf>)

имуществом⁶, лучших международных практик. Рекомендации подготовлены при участии Ассоциации профессиональных инвесторов (АПИ) и содержат мнение наиболее активных институциональных портфельных инвесторов, в том числе членов АПИ, относительно практики реализации дивидендных политик.

Рекомендации по составлению и реализации дивидендных политик

1. Принципы дивидендной политики

Хорошей практикой является закрепление в дивидендной политике принципов, на которых она основана.

1.1 Базовыми принципами дивидендной политики могут являться:

- соблюдение прав и интересов акционеров;
- повышение инвестиционной привлекательности компании;
- обеспечение прозрачности механизма определения размера дивиденда;
- стремление к принятию экономически взвешенных решений о выплате дивидендов с учетом необходимости обеспечить баланс краткосрочных и долгосрочных интересов акционеров и инвестиционных потребностей компании;
- обеспечение долгосрочной мотивации менеджмента в повышении совокупной прибыли акционеров (TSR).

1.2 Помимо базовых принципов дивидендной политики, релевантных для всех компаний, компания может также обозначить принципы, обусловленные отраслью, в которой она оперирует. Примерами принципов, связанных с отраслевыми особенностями, могут быть регуляторные аспекты (например, для банковской сферы при определении размера дивидендов важно обеспечение достаточности капитала), или стремление соответствовать по размеру выплачиваемых дивидендов уровню сопоставимых компаний.

2. Временной охват дивидендной политики

Компаниям рекомендуется определить временной охват дивидендной политики (краткосрочная политика рассчитана на срок до 3 лет, среднесрочная – на срок 3-5 лет, долгосрочная – на срок более 5 лет). Для инвесторов, которые традиционно вкладываются в акции на длительный срок, **более предпочтительной**, при прочих равных условиях, **является дивидендная политика со среднесрочным или долгосрочным горизонтом** предполагаемого действия.

3. Периодичность дивидендных выплат

Указание на намерение компании выплачивать дивиденды с определенной периодичностью является необходимым элементом дивидендной политики. Компаниям рекомендуется включать в дивидендную политику информацию о периодичности дивидендных выплат (только годовые дивиденды или годовые и промежуточные дивиденды).

На практике **выплаты дивидендов на квартальной и/или полугодовой основе** позволяют компании **повысить привлекательность** своих акций для инвесторов и **снизить их волатильность**, так как **прогнозируемость дивидендных потоков увеличивается**.

4. Описание процедурных вопросов

Этапам процесса принятия и реализации решения о выплате дивидендов сопутствуют различные процедурные вопросы: например, ограничения на принятие решения о выплате

⁶ Методические рекомендации по разработке дивидендной политики в акционерных обществах с государственным участием, утвержденные Приказом N 524 от 29 декабря 2014 г. (<http://www.rosim.ru/documents/246827>)

дивидендов; порядок фиксации даты, на которую определяются лица, имеющие право на получение дивидендов; сроки выплаты дивидендов; порядок выплаты дивидендов; ограничения на выплату дивидендов. Вышеперечисленные аспекты, как правило, устанавливаются на уровне законодательства. Многие компании обозначают их и внутри дивидендных политик, однако делают это разнородно:

- 1) у ряда эмитентов отсутствуют конкретные формулировки относительно сроков и прочих процедурных моментов, при этом представлена общая отсылка к законодательству;
- 2) другие закрепляют конкретные сроки и прочие процедурные моменты внутри дивидендной политики, а на случай, если законодательство изменится, в политике говорится, что законодательство имеет приоритет в случае расхождений.

Второй вариант выглядит более “дружелюбным” по отношению к инвестору, так как, посмотрев в один документ, инвестор сможет найти все необходимые аспекты, в том числе процедурные. Особенно актуально это может быть для иностранных инвесторов. В то же время, в случае внесения изменений в законодательство по соответствующей тематике может существовать период времени, когда такая политика потенциально может вводить инвесторов в заблуждение. В случае таких изменений законодательства, компаниям рекомендуется размещать на веб-сайте сообщение о несоответствии дивидендной политики законодательству в этой части, указание на обновленный порядок относительно затрагиваемых процедур и содержащее обязательство внести изменения в дивидендную политику в определенные сроки.

При применении первого варианта с общей отсылкой к законодательству следует обеспечить дополнительное раскрытие на веб-сайте эмитента (создание в разделе, посвященном дивидендам, подраздела о сроках и процедурных моментах выплаты дивидендов). Этот подраздел рекомендуется оперативно обновлять в случае изменения регулирования.

5. Подход компании к выработке рекомендаций о распределении прибыли

В дивидендную политику **рекомендуется включать описание подхода компании к выработке рекомендаций о распределении прибыли**. В рамках такого подхода могут быть обозначены следующие шаги:

- разработка рекомендаций по размеру дивидендных выплат со стороны менеджмента (с обоснованием предлагаемого распределения чистой прибыли);
- вынесение рекомендаций и их обсуждение на очном заседании совета директоров (с учетом мнения профильного комитета при совете директоров в случае предварительного рассмотрения этого вопроса на заседании комитета);
- вынесение рекомендаций на общее собрание акционеров.

6. Роль совета директоров в процессе принятия решения о дивидендах

Совет директоров является основным коллегиальным органом управления компании, ответственным за формирование и реализацию ключевых аспектов дивидендной политики.

В процессе выработки рекомендаций о размере дивидендных выплат совету директоров должна быть отведена особая роль. Именно совет директоров, как орган управления, представляющий интересы акционеров и осуществляющий контроль за деятельностью исполнительных органов, должен тщательно проанализировать предложение менеджмента по дивидендным выплатам, соотнести их со стратегическими целями компании (в том числе с финансовой стратегией) и, при необходимости, скорректировать соответствующее предложение перед вынесением на общее собрание акционеров.

Одна из главных задач совета директоров – принять сбалансированное решение о распределении чистой прибыли на дивиденды и реинвестировании с учетом интересов акционеров, самой компании и кредиторов компании.

Совет директоров несет ответственность за качество раскрываемой информации в части обоснований и пояснений предлагаемого распределения прибыли компании и размера выплачиваемых дивидендов акционерам.

7. Ключевые аспекты реализации дивидендной политики

7.1 База расчета конкретной суммы, направляемой на дивиденды

Компаниям рекомендуется определить и закрепить в дивидендной политике вид финансовой отчетности, на основе показателя(ей) которой будет рассчитываться сумма дивидендных выплат. **Предпочтительным видом отчетности**, на основе которой будут рассчитываться дивидендные выплаты, является **консолидированная финансовая отчетность по Международным стандартам финансовой отчетности**⁷. Преимущество использования показателей из отчетности по МСФО состоит в том, что цель такой отчетности - предоставление финансовой информации инвесторам и кредиторам для принятия инвестиционных решений, и она наиболее полно демонстрирует экономическое содержание операций группы компаний. В связи с этим далее все рекомендации относительно показателей расчета дивидендной базы подразумевают использование отчетности по МСФО.

Приоритетным базовым показателем для расчета дивидендов нефинансовых компаний является **показатель свободного денежного потока фирмы** (free cash flow to firm, FCFF), так как он наилучшим образом отражает денежные средства, полученные компанией в реальном выражении. Вместе с тем, совет директоров может принять решение об использовании в качестве соответствующего базового показателя чистой прибыли; чистой прибыли, скорректированной на неденежные статьи⁸; показателя EBITDA или его скорректированного значения.

Для **финансовых организаций** более релевантным показателем считается **свободный денежный поток на капитал (free cash flow to equity, FCFE) или чистая прибыль**.

Порядок расчета используемых для определения базы для выплаты дивидендов финансовых показателей следует раскрывать максимально полно во избежание разночтений в ожиданиях и прогнозах (смотрите рекомендацию п. 10.4 о включении глоссария в дивидендную политику).

7.2 Установление ориентира по доле базового показателя, используемого для расчета

В дивидендной политике рекомендуется раскрывать ориентиры компании по доле **свободного денежного потока/прибыли**⁹, направляемой на дивиденды (payout ratio). Этот аспект является одним из самых существенных элементов дивидендной политики. Данные ориентиры должны содержать **четкие, максимально определенные параметры без использования широких диапазонов**. Компании рекомендуется раскрывать целевое значение дивидендных выплат, к которому она стремится, а также установить минимальное значение дивидендных выплат.

Установление конкретного порядка определения части свободного денежного потока/чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, зависит от типа дивидендной политики, и очень индивидуально для каждой компании. На практике может встречаться указание

⁷ В случае организаций, которые не создают группу, определяемую в соответствии с МСФО, может применяться индивидуальная финансовая отчетность по МСФО.

⁸ По решению совета директоров прибыль при расчете дивидендов может быть скорректирована. Список корректировок может видоизменяться по решению Совета директоров, исходя из обсуждения с менеджментом особенностей учетной политики компании (подробнее в **Приложении 1**). Компании рекомендуется раскрывать в годовом отчете или материалах к собранию акционеров по вопросу выплаты дивидендов, какие корректировки были применены при расчете показателя скорректированной чистой прибыли.

⁹ Или других финансовых показателей, используемых для расчета

нескольких ориентиров для разных временных интервалов (краткосрочная, среднесрочная, долгосрочная перспектива) или различных сценариев уровня долговой нагрузки компании. Для инвесторов наличие такого порядка (ориентира) в дивидендной политике является критичным, так как позволяет прогнозировать денежные потоки от вложения в акции конкретного эмитента. Отсутствие такого ориентира или его полноценного раскрытия делает дивидендную политику сугубо формальным документом.

7.3 Использование бенчмаркинга при реализации дивидендной политики

Дивидендная политика предполагает активное использование как международного, так и национального сравнительного анализа (бенчмаркинга) доли прибыли и доли свободного денежного потока, направляемых на дивиденды (payout ratio).

Менеджменту и совету директоров при обсуждении вопроса о размерах выплачиваемых дивидендов и распределении прибыли компании рекомендуется рассматривать и учитывать бенчмаркинг (сравнительный анализ) по сравнимым международным и национальным компаниям в части доли прибыли и доли свободного денежного потока, направляемых на дивиденды (payout ratio).

Особенно критично проводить бенчмаркинг на стадии первоначальной разработки дивидендной политики. В дальнейшем соответствующий анализ следует осуществлять регулярно. При принятии решения о распределении прибыли на дивиденды помимо результатов бенчмаркинга также необходимо учитывать внешние факторы, влияющие на конкурентоспособность акций компании на рынках капитала.

Компании рекомендуется раскрывать в годовом отчете или материалах по вопросу выплаты дивидендов информацию о результатах проведенного бенчмаркинга и используемых для сравнения компаний, а также описание применяемых подходов и анализ результатов бенчмаркинга при решении вопроса о распределении прибыли.

7.4 Основные факторы, влияющие на распределение прибыли

Распределение прибыли осуществляется с учетом целевых значений доходности инвестированного капитала, размера чистого долга компании, средневзвешенной стоимости капитала.

Прибыль компании может распределяться на дивиденды и реинвестироваться в деятельность компании. Реинвестирование чистой прибыли целесообразно только в случае, если доходность инвестированного капитала превышает средневзвешенную стоимость капитала. Совету директоров компании рекомендуется утвердить порог по минимальной доходности инвестиционных проектов, а компании - раскрывать утвержденный минимальный порог.

Компании не рекомендуется выплачивать дивиденды по остаточному принципу. Остаточный принцип подразумевает направление на дивиденды суммы прибыли, оставшейся после осуществления всех капитальных вложений и платежей по погашению долга.

Если для выплаты целевого уровня дивидендов на балансе компании не хватает величины свободных денежных средств и их эквивалентов, совет директоров может принять решение о повышении уровня долга. При этом величина чистого долга не должна превышать установленного максимального целевого уровня.

Ориентиры по целевым уровню долга, доходности инвестированного капитала и средневзвешенной стоимости капитала, используемые советом директоров для выработки обоснованных рекомендаций акционерам по распределению прибыли, а также логику

принятого советом директоров решения рекомендуется включать в материалы к собранию акционеров по вопросу выплаты дивидендов.

7.5 Предпосылки для использования нераспределенной прибыли прошлых лет

Размер дивидендов, выплачиваемых из чистой прибыли по МСФО, не следует ограничивать величиной прибыли по РСБУ при наличии нераспределенной прибыли прошлых лет по РСБУ.

В случае, если целевые размер и стоимость долга, доходность инвестированного капитала, база для расчета дивидендов и сравнительный анализ выплат компаниями-аналогами (бенчмаркинг) позволяют выплачивать дивиденды в размере, превышающем значение чистой прибыли по РСБУ, то совет директоров компании может рекомендовать акционерам выплатить дивиденды из нераспределенной прибыли по РСБУ.

7.6 Обеспечение паритета выплат по обыкновенным и привилегированным акциям

Размер дивиденда на одну привилегированную акцию не рекомендуется устанавливать меньше дивиденда на одну обыкновенную акцию (паритет из расчета на один рубль номинала).

Компаниям рекомендуется зафиксировать в Уставе и в дивидендной политике принцип паритета дивидендов, согласно которому дивиденд на одну обыкновенную акцию не должен превышать дивиденд на одну привилегированную акцию, если номинальная стоимость одной обыкновенной акции и одной привилегированной акции равны. **Экономический смысл привилегированных акций с учетом потери права голоса предполагает необходимость соблюдения паритета дивидендных выплат.**

8. Условия, при которых выплата дивидендов нецелесообразна

В дивидендной политике компаниям рекомендуется закрепить условия, при которых выплата дивидендов в размере, обозначенном в дивидендной политике, может быть нецелесообразна. Примерами таких условий могут быть:

- превышение целевого уровня долга;
- невыполнение целевых показателей ликвидности¹⁰;
- нарушение ковенант по существенным займам, привлеченным эмитентом.

9. Форма дивидендных выплат

Рекомендуется закреплять в дивидендной политике выплату дивидендов в денежной форме.

10. Доступность дивидендной политики для заинтересованных лиц

10.1 Компании рекомендуется обеспечить доступ заинтересованных лиц к дивидендной политике путем размещения соответствующего документа, включая изменения и дополнения к нему, на ее официальном сайте в сети Интернет. Также рекомендуется размещать дивидендную политику на веб-ресурсе одного из информационных агентств¹¹.

10.2 Рекомендуется закрепить в дивидендной политике обязанность компании обеспечивать акционеров подробными разъяснениями причин и предпосылок изменений в дивидендной политике (в случае существенных изменений).

10.3 В разделе веб-сайта, посвященном дивидендам, следует в удобной наглядной форме (например, в табличной) раскрывать информацию о дивидендных выплатах за прошлые годы (дивидендную историю), включающую в себя, в том числе, общую сумму объявленных дивидендов, размер дивидендов на акцию, долю прибыли/свободного денежного потока,

¹⁰ Целевые показатели устанавливаются эмитентами самостоятельно в рамках дивидендной политики

¹¹ Информационные агентства, которые в установленном порядке уполномочены на проведение действий по раскрытию информации о ценных бумагах и об иных финансовых инструментах

фактически направленную на дивиденды, и индикативно дивидендную доходность с раскрытием подхода к расчету показателя.

10.4 В дивидендную политику рекомендуется включать глоссарий используемых терминов и финансовых показателей.

Приложение 1. Возможные корректировки величины чистой прибыли по МСФО при расчете дивидендов

Несмотря на то, что свободный денежный поток фирмы является приоритетным показателем расчета дивидендной базы, совет директоров может принять решение об использовании в качестве соответствующего базового показателя чистой прибыли по МСФО, скорректированной на неденежные статьи. Возможные примеры корректировок (список может видоизменяться по решению Совета директоров исходя из обсуждения с менеджментом особенностей учетной политики компании):

- Курсовые разницы по операционным статьям, сальдо курсовых разниц в составе финансовых доходов и расходов
- Прибыль или убыток от изменения справедливой стоимости производных финансовых инструментов
- Переоценка финансовых активов, оцениваемых по справедливой стоимости
- Переоценка финансовых активов, имеющихся в наличии для продажи
- Изменение величины резерва под обесценение финансовых активов, оцениваемых по справедливой стоимости
- Изменение величины резерва под обесценение финансовых активов, имеющихся в наличии для продажи
- Изменение величины резерва под обесценение материалов, запасов
- Прибыль или убыток от выбытия финансовых активов, имеющихся в наличии для продажи
- Прибыль или убыток от обесценения инвестиций в зависимые общества
- Изменение величины резерва под обесценение основных средств
- Прибыль или убыток от выбытия основных средств
- Прибыль или убыток от переоценки основных средств
- Прибыль от безвозмездного получения основных средств
- Убыток от обесценения гудвила
- Прибыль или убыток от производных финансовых инструментов
- Изменение величины резерва под предстоящие платежи в отношении финансовых гарантий
- Изменение величины резерва под обесценение инвестиций
- Изменение величины прочих резервов
- Прибыль или убыток от изменений в структуре Группы
- Неденежная прибыль/убыток от сделок по приобретениям, нетто

Прибыль или уменьшение резерва по указанным статьям означает снижение размера скорректированной чистой прибыли.

Убыток или увеличение резерва по указанным статьям означает увеличение размера скорректированной чистой прибыли.