



ПЕТР РУШАЙЛО,

РЕДАКТОР BUSINESS GUIDE

«ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ»

НЕРАБОЧАЯ ОБСТАНОВКА

Деньги, как говорят искушенные финансисты, не всегда должны работать — иногда им все-таки надо отдыхать. История российского фондового рынка пока в целом подтверждает это правило. Начиная с 2001 года, то есть со времени, когда уже стал забываться дефолт 1998 года и начали устанавливаться нынешние правила игры в экономике, он каждые полтора-два года брал примерно девяти-месячную паузу. И очень похоже, что сейчас мы снова находимся в самой середине подобного периода, если считать, что его начало приходится примерно на январь нынешнего года.

Чем обусловлено подобное поведение рынка (и имеет ли место вообще описанная закономерность) — вопрос во многом академический. Если же смотреть с практической точки зрения, интересно понять, действительно ли наблюдаются серьезные признаки застоя или речь идет, как полагают многие эксперты, лишь о кратковременной коррекции после обвала на мировых рынках в начале этого года.

Риску предположить, что мы все-таки имеем дело с очередными «фондовыми каникулами». И поводом для такого предположения служит не то, как себя ведет рынок — в конце концов, шоки от внешних воздействий бывают довольно серьезными, а то, как он мог бы себя вести, но не стал.

В самом деле, мировые рынки уже оправались от небольшого в общем-то падения — рост индекса Dow Jones, например, составил с начала года порядка 5%. А адекватного роста российского рынка мы не наблюдали. Цены на нефть уже давно закрепились на высоких уровнях, а наш рынок не спешит дать этому факту соответствующую оценку. И, наконец, поднять российский рынок не в состоянии даже приток живых денег. Так, рекордный приток денег в открытые ПИФы акций в первом квартале (порядка 16 млрд руб.) не сильно поднял котировки отечественных бумаг.

Можно, конечно, говорить о том, что неопределенность перспектив развития мировой экономики снижает интерес международных инвесторов к развивающимся рынкам в целом, и российский не исключение. Но это мало утешает. Поскольку в рынок, который, несмотря на наличие серьезных стимулов, не подает признаков роста, инвесторы вкладывают неохотно. Пайщики отечественных ПИФов акций уже доказали это, выведя с рынка за апрель рекордные 1,9 млрд рублей. И едва ли они вернут их обратно до окончания летнего отдыха.



КОЛОНКА РЕДАКТОРА

РИСКИ ПО СПИСКУ

СЧИТАЕТСЯ, ЧТО ВКЛЮЧЕНИЕ ЦЕННЫХ БУМАГ В БИРЖЕВОЙ КОТИРОВАЛЬНЫЙ СПИСОК ОПРЕДЕЛЕННОГО УРОВНЯ — СВИДЕТЕЛЬСТВО ИХ СООТВЕТСТВУЮЩЕЙ НАДЕЖНОСТИ И ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ. ОДНАКО НА ПРАКТИКЕ ПОПАДАНИЕ БУМАГИ ИМЕННО В ТОТ ИЛИ ИНОЙ СПИСОК ОПРЕДЕЛЯЕТСЯ И МНОГИМИ ДРУГИМИ ФАКТОРАМИ ВПЛОТЬ ДО ЖЕЛАНИЯ ЭМИТЕНТА ПЛАТИТЬ ЗА ПРЕСТИЖНОЕ МЕСТО.

ПАВЕЛ ЧУВИЛЯЕВ

ФИНАНСЫ И НЮАНСЫ Теоретически правила включения бумаг в котировальные списки определяются внутренними правилами биржи. На практике же основные положения и типовые правила листинга разработаны и утверждены Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР). На основании этих рекомендаций биржа должна разработать внутренние правила листинга и утвердить их в ФСФР. Такой порядок окончательно вступил в силу с 2004 года, и за три прошедших года правила включения бумаг в котировальные списки на ведущих российских биржах — РТС и ММВБ — в значительной мере унифицировались.

В настоящий момент на РТС и ММВБ существует пять котировальных списков — А1, А2, Б, В, И. Ценные бумаги, не попавшие ни в один из списков, но обращающиеся на бирже, являются внесписочными.

Точкой отсчета при формировании списков являются облигации федерального займа (ОФЗ). Государственные ценные бумаги считаются практически безрисковыми, хотя опыт дефолта 1998 года говорит об относительности такого подхода. Тем не менее ОФЗ включены в список А1.

Для корпоративных эмитентов требования списков А1 и А2 довольно суровы. Например, капитализация обыкновенных акций должна составлять не менее 10 млрд руб. для включения в А1 и не менее 3 млрд руб. для включения в список А2. Капитализация привилегированных акций — не менее 3 млрд руб. для А1 и не менее 1 млрд руб. для А2.

Для списков Б и В требования по капитализации почти на порядок ниже — до 1,5 млрд руб. по обыкновенным акциям и до 0,5 млрд руб. по привилегированным. А для списка И они составляют лишь 60 млн руб. по обыкновенным акциям и 25 млн руб. по привилегированным. Правда, у эмитентов списка И эти цифры обязательно должны подтверждать управляющая финансовая компания (УФК), которая во многом берет на себя ответственность за судьбу компаний с недостаточной капитализацией.

Биржевые требования для включения в котировальные списки касаются также оборотов по бумаге. Для списка А1 минимальный ежемесячный объем сделок по итогам последних трех месяцев перед включением в список должен составлять не менее 25 млн руб., для А2 — не менее 2,5 млн руб., для Б — 1,5 млн руб. Для остальных списков ограничений нет. В этом вопросе, кстати, правила ММВБ более жесткие, чем у РТС. ММВБ устанавливает также минимальный ежемесячный объем сделок, рассчитанный по итогам последних шести месяцев перед включением в список. Для списка А1 он должен превышать 50 млн руб., для списка А2 — 5 млн руб., для Б — 3 млн руб.

Существуют и другие требования, касающиеся ликвидности. Для включения в список обыкновенных акций

ПОМИМО ПОВЫШЕНИЯ СТАТУСА В ГЛАЗАХ ИНВЕСТОРОВ ВКЛЮЧЕНИЕ В КОТИРОВАЛЬНЫЙ СПИСОК ДАЕТ НАБОР БИРЖЕВЫХ «ЛЪГОТ». НАПРИМЕР, БИРЖА ОБЯЗАНА ПРИОСТАНОВИТЬ ТОРГИ ПО ЦЕННОЙ БУМАГЕ, ВКЛЮЧЕННОЙ В КОТИРОВАЛЬНЫЙ СПИСОК А1 ИЛИ А2, ВСЛЕДСТВИЕ РЕЗКОГО ИЗМЕНЕНИЯ ЕЕ ЦЕНЫ



АНАЛИЗ

максимальная их доля, находящаяся во владении одного лица и его аффилированных лиц, не должна превышать 75% для списков А1 и А2 и 90% для списка Б. Для списков В и И должно предлагаться к свободному обращению не менее 10% акций. Кроме того, для попадания бумаги в списки А1, А2 и В требуются существование эмитента в качестве АО не менее трех лет и безубыточная работа в течение двух последних лет перед включением в список.

Еще одно условие, обязательное для включения бумаги в список А1 или А2, — предоставление заверенной аудитором бухгалтерской отчетности эмитента по международным стандартам. Не для всех эмитентов оно легко выполнимо, многие вынуждены переучивать своих бухгалтеров либо набирать новых, соответствующей квалификации. Крупные компании предпочитают обращаться за аудитом к «большой четверке». В этом случае расходы на консалтинг по принципам МСФО и аудит могут составить от \$3 млн до \$20 млн.

Алексей Руф, гендиректор компании «Руф-аудит»: «При капитализации компании 10 млрд руб. и примерно таких же годовых оборотах для полноценного аудита необходимо 1800–2000 человеко-часов работы. При меньших трудозатратах будет серьезно страдать качество. Ставки на рынке сейчас от \$80 до \$150 за час. Получаем, что стоимость таких работ будет от \$150 тыс. до \$300 тыс. Подчеркну, что речь идет только об аудите. Иногда компанию нужно еще консультировать по принципам МСФО по ее просьбе. Бывали случаи, когда аудит стоил \$200 тыс., а консалтинг — \$2,8 млн».

Помимо выполнения жестких формальных требований от эмитента, претендующего на попадание в списки А1 и А2, требуется также «соблюдение эмитентом норм корпоративного поведения», наличие корпоративной культуры. В частности, в совете директоров должны быть представлены независимые лица (для списков А1 и А2 необходимы трое, для списка Б достаточно одного). Эмитент должен также своевременно предоставлять информацию о значимых событиях, а также ежеквартальные отчеты о состоянии бизнеса.

Чтобы попасть в списки А1 и А2, эмитенту весьма желательно иметь также международный рейтинг (например, агентства Moody's). Желательно также ежегодно публиковать корпоративный социальный отчет (КСО). Российские биржи этого не требуют, однако если речь пойдет о международном листинге, то КСО будет необходимо, причем за три года. Лучше позаботиться заранее.

Процедура листинга на бирже платная. Тарифы у каждой биржи свои, но они невелики. Например, на бирже РТС за экспертизу документов при включении обыкновенных акций в котировальный список А1 эмитент одновременно заплатит 71 тыс. руб., включая НДС. Платеж за экспертизу при первичном размещении обыкновенных акций составляет 88,5 тыс. руб. Тарифы за экс-

пертизу по другим видам бумаг существенно меньше. Попав в список, необходимо поддерживать свое пребывание в нем. За это эмитенту из списка А1 нужно ежегодно платить бирже 14 тыс. руб. Еще 26,5 тыс. руб. этот эмитент заплатит при размещении дополнительных выпусков акций.

ЗНАКИ КАЧЕСТВА Включение ценных бумаг в один из котировальных списков напрямую не связано с их кредитным качеством. Однако в качестве ориентира для потенциальных инвесторов присутствие бумаги в одном из списков оказывается важным позитивным фактором. Прохождение эмитентом тяжелой и затратной процедуры листинга — своеобразный знак качества для инвестора. Включая ту или иную бумагу в список, биржа, разумеется, не берет на себя часть рисков эмитента. Однако она неформально ручается перед потенциальными инвесторами своей репутацией, что риск, например, дефолта по облигациям или резкого падения курса акций для данной бумаги лежит в определенном коридоре.

Кроме того, проходя листинг, эмитент раскрывает много информации о своем бизнесе, она становится доступной для инвесторов. При принятии решения об инвестировании прозрачность бизнеса зачастую оказывает решающее влияние.

Александр Матюхин, управляющий портфелем облигаций УК «Пиоглобал Эссет Менеджмент»: «Включение в список происходит по инициативе эмитента. Рейтинг или фактический уровень риска здесь ни при чем. Эмитент предоставляет бирже требуемую отчетность: чем выше уровень списка, тем больше и глубже должна быть эта отчетность, тем выше уровень раскрытия информации. Поэтому включение в список предполагает большую прозрачность эмитента, что, конечно, уменьшает риски для инвесторов. Кроме того, эмитент демонстрирует стремление к большей публичности, а это укрепляет доверие со стороны инвесторов. Инвесторы вместе с андеррайтерами часто сами побуждают эмитентов к включению в списки, добиваясь при этом расширения количества наименований списочных эмитентов в своих портфелях и роста стоимости своих инвестиций».

Александр Осин, аналитик Эконацбанка: «Нахождение акций или облигаций компании в котировальном списке ММВБ или РТС свидетельствует прежде всего о прозрачности ее бизнеса, относительно высоком объеме активов и уровне капитализации. Кроме того, для попадания в листинг ведущих российских бирж требуются данные о стабильном характере доходов эмитента. Соответствие бумаги требованиям котировального списка свидетельствует о высоком качестве актива и способствует повышению рейтингов эмитента различными российскими и зарубежными агентствами».

Константин Комиссаров, начальник управления аналитических исследований ГК «Регион»: «По сути, ли-