

Глава 7. ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ И ХАРАКТЕРИСТИКИ РАЗМЕЩЕНИЯ И ОБРАЩЕНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

Рынок ценных бумаг является сложной и динамической системой, на нем взаимодействуют политические, правовые, экономические, информационные, социальные, психологические и другие факторы.

Под обращением ценных бумаг понимаются их купля и продажа на рынке ценных бумаг, а также другие действия, предусмотренные законодательством РФ, приводящие к смене владельца ценной бумаги. Ценные бумаги могут выполнять также функции денег как средства накопления, платежа и мировых денег. При этом, поскольку они обладают в основном представительной стоимостью, они могут быть покупательным и платежным средством на денежном рынке. Этим обусловлена необходимость существования фондового рынка, поскольку купля-продажа ценных бумаг обеспечивает их взаимосвязь с деньгами, и именно здесь под влиянием спроса и предложения складываются цены на них. Чем выше ликвидность ценных бумаг на вторичном рынке, тем легче они выполняют денежные функции и чаще замещают в обращении сами деньги.¹

7.1. Стоимостные и ценовые факторы обращения ценных бумаг

Стоимостные факторы ценных бумаг большей частью используются для определения их надежности, определенности, продолжительности существования и ликвидности. К категории ценовых факторов относится, главным образом, фактор спроса и предложения.

Под надежностью ценных бумаг подразумевается степень риска, которому подвергается инвестор, покупая любые ценные бумаги. Постоянное существование такого риска объясняется полицентрическим характером общерыночного взаимодействия. Он может быть большим, меньшим, минимальным. Абсолютно безрисковых ценных бумаг не существует даже теоретически.

В данном случае под риском понимается предположение, что эмитент не может выполнить полностью, частично или своевременно взятые на себя обязательства согласно условиям выпуска ценных бумаг.

Условия выпуска - это официальный документ эмитента, в котором определены объем и виды взаимных прав и обязательств, возникающие между эмитентом и владельцем ценной бумаги. Эмитент, независимо от того, является ли он органом государства или негосударственной организацией, при выпуске ценных бумаг обязан официально заявить об условиях, согласно которым данные бумаги выпускаются. Другими словами, эмитент информирует о том, какие конкретно права и обязательства возникнут у него вследствие поступления в обращение данных ценных бумаг и какие права и обязательства возникнут у владельцев. Потенциально инвестор, ознакомившись с условиями выпуска ценных бумаг, оценивает, насколько рискованным для него будет их приобретение, заслуживает ли доверие эмитент, какова реальность того, что эмитент не сможет выполнить свои обязательства или выполнит их частично или своевременно, насколько прибыльной является область, или предприятие, или проект, в которые эмитент будет осуществлять свои вклады. Оценив эти и другие аспекты, потенциальный инвестор принимает решение о необходимости

¹ Галанов В. А. и др. Рынок ценных бумаг: Учебник. - М: Финансы и статистика, 1996. - 349 с.

приобретения данных ценных бумаг. *Ценные бумаги считаются относительно надежными*, если риск, который существует при их приобретении, является незначительным.

Инвесторы, как правило, не желают рисковать, если не могут рассчитывать на соответствующую прибыль. Поэтому при выпуске ценных бумаг эмитент объявляет о факторах риска. При выпуске долговых ценных бумаг вознаграждение инвестору может устанавливаться в виде процентов; при выпуске акций размер вознаграждения прямо не указывается, однако он имеется в виду и выражается в эмиссионной цене акций.

Определенность, как стоимостный фактор, близок к фактору надежности или рискованности, но все же он относительно самостоятелен. Различие между ними заключается в следующем. В первом случае инвестор осознает, что эмитент может не выполнить взятые обязательства, и поэтому он, инвестор, должен понести ущерб. Во втором случае речь идет о возможности инвестора судить о чем-то с большей или меньшей степенью достоверности. Определенность помогает в ориентации и влияет на решение относительно приобретения или неприобретения конкретных ценных бумаг. Определенность может быть относительной. Инвестор, вкладывая средства в ценные бумаги, не всегда может с уверенностью считать, что ему удастся возратить свой вклад и получить прибыль.

В связи с этим инвестор выражает готовность вложить средства в ценные бумаги или удержаться от этого. Как правило, инвесторы не желают покупать на рынке ценных бумаг что-нибудь, если будущая судьба их вкладов является неопределенной.

Другими словами, как и в случае с рискованностью, взаимозависимость между стоимостью и определенностью носит обратный характер. Чем выше определенность, тем ниже стоимость конкретных ценных бумаг, и наоборот.

Продолжительность «жизни» ценных бумаг имеет большее значение для долговых ценных бумаг, однако она также учитывается и при определении стоимости акций.

Все ценные бумаги имеют полный цикл «жизни». Эмитенты выпускают их, потом они находятся в обращении или сохраняются и, в конце концов, изымаются из обращения или погашаются. Даже ценные бумаги, выпущенные на неопределенный срок, только теоретически являются бессрочными.

При выпуске долговых ценных бумаг в подавляющем большинстве случаев эмитент указывает срок, на который они выпускаются и с наступлением которого он обязуется полностью выполнить свои обязательства перед инвестором. При выпуске акций и других ценных бумаг, подтверждающих участие их владельца в организации эмитента, даже если эмитент не отмечает срок, на который они выпущены, период их «жизни», как правило, ограничивается перечислением случаев, при возникновении которых эмитент прекращает свое существование. Вместе с ним прекращают существование и выпущенные эмитентом ценные бумаги.

Стоимость конкретных ценных бумаг всегда находится в прямой зависимости от продолжительности их «жизни». Например, один и тот же эмитент выпускает облигации с продолжительностью «жизни» в 1 год и 10 лет. Стоимость последних в конечном итоге будет выше. Это означает, что проценты по 10-летним облигациям

будут выше, чем от годовых. Насколько длиннее период, на который предоставляется кредит, настолько больше должна быть плата за него.

Если эмитент акций получает прибыль, доход держателя акций может быть получен в виде дивидендов, в виде увеличения его доли в имуществе эмитента, или и то и другое вместе взятое. Чем дольше хозяйственная деятельность эмитента остается прибыльной, тем выше доходы акционера, а значит, и стоимость выпускаемых акций.

Под ликвидностью ценных бумаг, как правило, понимают способность ценных бумаг превращаться в денежную наличность. Другими словами, ликвидность означает скорость, с которой ценные бумаги могут быть проданы на рынке.

Одни ценные бумаги быстро продаются и покупаются на рынке, другие - медленно. В первом случае речь идет о ликвидных бумагах, а во втором - о неликвидных. Любой инвестор заинтересован в продаже ценных бумаг в нужное ему время. Чем выше такая возможность, тем лучше для инвестора, который имеет возможность в любой момент получить денежную наличность от продажи ценных бумаг и использовать ее по своему усмотрению. За такую привилегию инвестору приходится платить. Поэтому ликвидные ценные бумаги в большинстве случаев для него менее прибыльны.

Итак, чем ликвиднее ценные бумаги, тем ниже их стоимость, и наоборот.

Основным фактором, влияющим на колебание цен на ценные бумаги, является *фактор спроса-предложения*. Когда спрос превышает предложение, цена имеет тенденцию увеличиваться, в противном случае она уменьшается. При этом, в отличие от других рынков, на рынке ценных бумаг соотношение спроса и предложения может зависеть как от объективных, так и от субъективных (в частности, игровых) условий.

Чтобы соотношение спроса и предложения было более реальным, в последние годы на фондовых биржах устанавливаются определенные ограничения на изменение цен. При нарушении этих ограничений торговля по конкретным видам ценных бумаг может быть приостановлена, вплоть до проведения расследования Комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку.

На развитых зарубежных рынках ценных бумаг существование игроков и их поведение воспринимаются как нормальное явление, если игры ведутся по правилам. *Игроки* - это участники рынка ценных бумаг, которые выражают готовность идти на риск, разрабатывают определенную тактику поведения, быстро реагируют на изменяющиеся условия. Однако, если вследствие действий игроков спрос и предложение, а вместе с ними и цены на определенные ценные бумаги начинают формироваться и изменяться искусственно и резко, государственные органы и фондовые биржи принимают меры по прекращению такой деятельности.

Реальная цена конкретной ценной бумаги - это результат взаимодействия многих факторов, сложившихся на определенный момент.

В теории и практике обращения ценных бумаг используется понятие *экономической, или внутренней стоимости ценных бумаг*. Суть данной теории заключается в следующем. Допускается, что внутренняя стоимость ценной бумаги так или иначе отражается на ее текущей цене. Спрос и предложение, которые влияют на текущую цену, также в значительной степени базируются на учете экономической

(внутренней) стоимости. Текущую цену ценной бумаги данная теория рассматривает как величину, дисконтированную по отношению ко всей сумме доходов, которые в будущем можно получить по данной ценной бумаге. Будущий доход можно получить в любой момент «жизни» ценной бумаги или как сумму доходов, которые приходятся на много отдельных периодов будущей «жизни» ценной бумаги. После определения такой стоимости инвестор сравнивает ее с существующей ценой и принимает решение о целесообразности приобретения или продажи ценной бумаги.

Организация обращения ценных бумаг российского эмитента за пределами РФ, в том числе посредством размещения в соответствии с иностранным правом ценных бумаг иностранных эмитентов, допускается только по разрешению Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг в соответствии с законом.¹

Ценные бумаги передаются по наследству, могут быть использованы как залог, а также для осуществления других гражданско-правовых соглашений, не противоречащих законодательству.

7.2. Частное размещение акций на рынке ценных бумаг

Помимо долговых инструментов привлечения инвестиций, средние российские компании используют долевые инструменты, к числу которых относятся частное размещение акций (при этом круг инвесторов ограничен - это может быть даже один акционер) и публичное размещение.

За последние годы на российском рынке растет активность *прямых инвесторов*, приобретающих крупные пакеты акций у собственников быстро развивающихся перспективных компаний - средних и небольших. Приведем лишь несколько примеров.²

В 2005 г. инвестиционный фонд *Delta Private Equity Partners* приобрел блокирующий пакет акций российской компании по бронированию авиабилетов «Сирин» (предположительно 25...30% акций общей стоимостью 5...7 млн дол.).

В 2005 г. японская корпорация *Sumitomo Corporation* приобрела блокирующий пакет акций российской компании - производителя контента для мобильных телефонов *SPNDigital* (предположительно 25...30% акций общей стоимостью 5... 10 млн дол.).

В 2005 г. немецкий инвестиционный фонд *DTB GmbH* и американская финансовая группа *Citigroup* приобрели блокирующий пакет акций Национальной логистической компании (38% акций общей стоимостью 50 млн дол.). В 2006 г. инвестиционный банк *Deutsche UFG* приобрел блокирующий пакет акций туристической компании «Академ Альянс М».

¹ ФЗ № 3 9 «О рынке ценных бумаг от 22 апреля 1996 г. (в ред. федеральных законов от 26.11.1998 № 182-ФЗ, от 08.07.1999 № 139-ФЗ, от 07.08.2001 № 121-ФЗ, от 28.12.2002 № 185-ФЗ, от 29.06.2004 № 58-ФЗ, от 28.07.2004 № 89-ФЗ, от 07.03.2005 № 16-ФЗ, от 18.06.2005 № 61-ФЗ, от 27.12.2005 № 194-ФЗ, от 05.01.2006 № 7-ФЗ, от 15.04.2006 № 51 -ФЗ, от 27.07.2006 № 13 8-ФЗ, от 16.10.2006 № 160-ФЗ, от 30.12.2006 № 282-ФЗ, от 17.05.2007 № 83-ФЗ, с изм., внесенными ФЗ от 26.04.2007 № 63-ФЗ).

² При подготовке этого материала использована работа: *Беликов И., Вербицкий В.* Привлечение инвестиций и корпоративное управление средних компаний // Управление компанией. - 2007. - № 5 (72).

В 2006 г. медиагруппа *Naspers* из ЮАР приобрела блокирующий пакет акций издательского дома ЗАО «СК Пресс» (предположительно 25% акций общей стоимостью 10 млн дол.).

Основными представителями этой категории инвесторов являются *фонды прямых инвестиций (ФПИ)* - финансовые институты, созданные специально для приобретения пакетов акций перспективных средних компаний. Среди работающих в России фондов можно выделить те, которые представляют западных инвесторов (например, фонды под управлением *Baring Vostok Capital Partners, Mint Capital, Russia New Growth, Eagle Russia Fund*), и те, которые действуют в интересах крупных российских частных инвесторов (например, фонд «Ренова-Капитал», фонды под управлением УК «Альфа-Капитал», фонд *UFG Private Equity*).

Перечислим типичные черты этих фондов:

- форма инвестиций - приобретение акций компании в размере от 10...20% до контрольного пакета в результате переговоров с ее основными акционерами. Как правило, приобретают акции из дополнительной эмиссии с целью реализации инвестиционной программы компании;

- размеры инвестиций - от 3...4 млн до 35...40 млн дол., но, как правило, 10...20 млн дол.;

- ожидания по доходности - не менее 30% годовых;

- срок, на который приобретаются акции, - от 3 до 7... 10 лет, средний срок примерно пять-шесть лет;

- предпочитаемый размер компании - годовой оборот не менее 25...30 млн дол.;

- формы выхода инвестора из компании - объекта инвестиций - продажа акций отраслевому стратегическому инвестору либо долгосрочному финансовому инвестору; первичное публичное размещение акций (*IPO*); выкуп компании ее менеджментом или основателями.

Как правило, появление ФПИ среди акционеров компании означает не только приток финансовых средств, которые фонд заплатил за ее акции. В перспективе это позволяет рассчитывать на получение помощи для дальнейшего развития компании. Возможны следующие варианты:

- консультационная поддержка некоторых крупных фондов, направленная на повышение эффективности ключевых управленческих процессов (стратегия, маркетинг, логистика, финансовый менеджмент и пр.);

- высокая степень готовности привлечения других зарубежных инвесторов (повышение эффективности внутренних управленческих процессов, внедрение регулярной финансовой и управленческой отчетности по международным стандартам, получение кредитного рейтинга, сертификация производимых товаров или услуг и пр.) путем дальнейших частных размещений и посредством публичного размещения акций;

- помощь фонда в поиске новых кредиторов и партнеров;

- передача опыта ведения переговоров с зарубежными инвесторами и поддержания отношений с ними после получения инвестиций;

- повышение инвестиционной привлекательности компании.

Однако ФПИ приобретет акции компании лишь в том случае, если достигнет соглашения с ее собственниками-основателями о создании системы корпоративного

управления, обеспечивающей его интересы как неконтрольного акционера. Обычно в качестве условия своего вхождения в капитал ФПИ выдвигает компании ряд требований:

- соблюдение действующего корпоративного законодательства;
- наделение фонда (независимо от размера приобретенного пакета акций) правами вето по ряду ключевых вопросов, решаемых советом директоров (далее - СД) или общим собранием акционеров. К таким вопросам обычно относятся дополнительная эмиссия акций; выход инвестора из компании (как правило, соглашение акционеров предусматривает, что российский акционер имеет право выкупить акции у фонда по цене, предложенной стратегическим или финансовым инвестором, а при невозможности заплатить такую цену соглашается на полную продажу компании стратегическому или финансовому инвестору); утверждение бизнес-плана компании и существенных изменений в нем; увольнение генерального директора, финансового директора, директора по стратегии и/или бизнесу (три-четыре ключевые фигуры в исполнительном органе);
- фонд стремится к тому, чтобы исполнительный орган состоял из профессиональных менеджеров, подбор которых осуществляется по согласованию российских акционеров-основателей и фонда;
- исходя из своей приоритетной ориентации на рост стоимости компании, фонд заинтересован в том, чтобы система мотивации высших менеджеров компании была основана на росте ее стоимости;
- фонд настаивает на формировании профессионального и реально работающего СД с участием своих представителей и, возможно, независимых директоров из числа известных западных менеджеров или специалистов;
- когда стратегия выхода предусматривает возможность проведения IPO, к концу срока пребывания фонда в числен акционеров компании в составе ее СД могут создаваться комитеты;
- должно быть организовано эффективное раскрытие информации для основных акционеров о тех показателях деятельности компании, которые они считают для себя важными;
- получение дивидендов не имеет для фонда существенного значения: основная ставка делается на значительный рост стоимости акций. Но отдельные виды бизнеса не требуют постоянного реинвестирования прибыли для роста их стоимости, в таких случаях фонд заинтересован в получении дивидендов.

Помимо ФПИ, управляющих средствами частных инвесторов, источником долевого инвестирования для средних российских компаний могут стать такие международные финансовые институты, как ЕБРР и МФК. Действия ЕБРР и МФК в качестве прямых инвесторов среднего бизнеса схожи с действиями ФПИ, но имеют и некоторые особенности. ЕБРР и МФК стараются приобретать пакеты акций компаний, которые являются уникальными или представляют несырьевые отрасли (фармацевтика, биотехнологии, медицина и т. п.).

Международная финансовая корпорация, как правило, приобретает пакет акций ниже блокирующего - чаще всего 10...20%. При этом всегда продумываются пути выхода из компании. Как показывает практика, в 25% случаев выход МФК из проектов осуществлялся путем выкупа акций компании у МФК ее основными ак-

ционерными, а в 75% случаев - рыночным путем (продажа другим частным акционерам через частное размещение или IPO).

Как правило, МФК и ЕБРР приобретают пакет акций на срок до 4...7 лет, в среднем - на пять лет. Ожидаемая доходность колеблется в широком диапазоне, в зависимости от характеристик проекта.

Стратегические (отраслевые) инвесторы приобретают также миноритарные пакеты акций средних российских компаний. Однако, в отличие от финансовых инвесторов, они делают подобные приобретения в расчете на последующий полный выкуп акций у основателей компании.

7.3. Публичное размещение акций на рынке ценных бумаг

Инвесторы ищут баланс между риском и прибылью. Они выбирают из нескольких вариантов инвестиционных стратегий, поскольку всегда могут разместить свободные деньги в банке или использовать для этого другие высоконадежные инструменты, получая невысокий, но фиксированный доход. Поэтому для привлечения свободного капитала компаниям необходимо продемонстрировать более высокую прибыльность при приемлемом уровне риска.

Указанные выше критерии нацелены на снижение уровня *реального* риска, но инвестор может оценить состояние компании только поверхностно, т. е. определить предполагаемые риски. Каждая организация, планирующая IPO или уже прошедшая эту процедуру, утверждает, что соответствует всем требованиям.

Выход на IPO¹ как в России, так и за границей потенциально дает два преимущества: приумножение капитала в результате привлечения инвесторов и улучшение репутации компании. В качестве примера можно привести компанию «Пава» (ранее «Хлеб Алтая», Барнаул). Компания, выручка которой по результатам 2004 г. составляла всего 80 млн дол., провела IPO 22 марта 2005 г. на ММВБ и при этом привлекла 8 млн дол. Спрос на ценные бумаги компании превысил предложение на 47%. Ставки по банковским кредитам были снижены только при появлении новостей о планируемом размещении на бирже. Вырученные от IPO средства «Пава» направила на развитие производства: уже в мае выпустила новый сорт муки; разработала новую линейку крекеров; запустила новую линию по выпуску сахарного печенья и начала производство подсолнечного масла; в июне приобрела компании «Романовское ЗПП» и «Романовский агрохолдинг», осенью 2005 г. - 25% в компании «Сельхозхолдинг» и 60% акций компании «Зауральский крекер»; выгодно разместила облигации. В планах компании на 2007-2008 гг. дальнейшие приобретения активов, расширение бизнеса, размещение 25...30% пакета акций на Лондонской фондовой бирже (AIM), выход на новые рынки и захват 10-процентной доли российского рынка муки.

Основным документом для любого (отечественного или иностранного) инвестора, решившего приобрести акции компании в ходе IPO (независимо от того, раз-

¹ Использованы материалы работы: Беликов И., Вербицкий В. Привлечение инвестиций и корпоративное управление средних компаний // Управление компанией. - 2007. - № 5 (72).

мещены ли они на российской или зарубежной торговой площадке), является *информационный меморандум*.

В одном из пунктов меморандума перечисляются факторы, которые могут отрицательно сказаться на деятельности компании. Традиционно к ним относят обстоятельства, которые потенциально могут повлечь судебное преследование эмитента в будущем. Отсутствие в меморандуме ссылки на возможные юридические риски эмитента (если он мог предвидеть возможность преследования) означает, что инвестора вводят в заблуждение и он вправе предъявить эмитенту претензии, например, путем обращения в суд.

Особо актуальны потенциальные претензии от инвесторов для организаций, проводящих *IPO* на западных площадках, где требования к *IPO* и процедура рассмотрения коллективных исков от инвесторов к эмитенту отработывались годами. Сделаны соответствующие шаги и в России: Государственная Дума уже приняла поправки в Арбитражно-процессуальный кодекс РФ, вводящие процедуру рассмотрения коллективных исков. Гарантией же отсутствия судебного преследования является неукоснительное соблюдение эмитентом требований законодательства, в том числе в сфере интеллектуальной собственности.

Невключение в меморандум информации о возможном преследовании за использование нелицензионного программного обеспечения вызовет у инвесторов претензии к эмитенту как при вскрытии данного факта в результате проверки правоохранительных органов (последствия - уголовное преследование руководителя, иски от правообладателя о возмещении ущерба), так и при добровольной легализации ПО (последствия - необходимость дополнительных крупных расходов, о которых инвестор не был уведомлен).¹

Разумеется, для средних компаний перспективы привлечения инвестиций путем проведения *IPO* гораздо более ограничены, чем для крупных, однако они существуют. Более того, в последнее время и российские биржи (проекты *RTS Start* и сектор ИРК на ФБ ММВБ) создают условия, расширяющие возможности размещения акций для средних компаний (в особенности из отраслей информационных технологий, программирования, биотехнологий).

Например, в октябре 2006 г. разработчик компьютерных игр *G5 Entertainment*, основанный российскими программистами, продал 30% акций за 1 млн дол. в ходе *IPO* на шведской бирже *Nordic Growth Market (NGM)*. Инвесторы приобрели за 1 млн. дол. дополнительную эмиссию акций компании в размере 15% от ее уставного капитала и еще 15% - у ее прежних владельцев.

Сумму, которую принесло компании *IPO*, очень сложно **получить на российском** инвестиционном рынке иным путем. Банки требуют залог, по **стоимости** равный сумме кредита или превышающий ее. а заемщик не может его предоставить, так как его производство не требует приобретения дорогих материальных активов. Если же компанию финансирует венчурный инвестор («бизнес-ангел»), он обычно рассчитывает получить взамен контроль над ней путем приобретения пакета акций в 70...80%. Эксперты отмечают, что российские биржи вполне подходят для размещения акций малых и средних высокотехнологичных компаний.

¹ *Беликов И., Вербицкий В., Печерский А.* Стратегия развития и корпоративное управление средних компаний // Управление компанией. - 2007. - № 3 (70).

В соответствии с актами ФСФР и правилами листинга бирж для включения акций в котировальные списки эмитенты должны соответствовать определенным требованиям, касающимся сроков существования компании, структуры их акционерного капитала, результатов финансовой деятельности, показателей сделок с облигациями на бирже, а также определенным требованиям, касающимся их практики корпоративного управления (табл. 7.1).

Таблица 7.1

Требования, предъявляемые эмитентом в зависимости от включения их акций в тот или иной котировальный список

Требование	Котировальные списки А1 и А2	Котировальные списки Б и В	Котировальный список И
1	2	3	4
Формирование совета директоров	+	+	+
Количество независимых членов СД эмитента, за исключением эмитентов, единственным участником (акционером) которых является РФ	Не менее трех	Не менее одного	Не менее одного
Наличие комитета по аудиту, сформированного в СД эмитента и возглавляемого независимым директором	+	+	-
Наличие комитета по кадрам и вознаграждениям, сформированного в СД эмитента и возглавляемого независимым директором	+	-	-
Формирование коллегиального исполнительного органа	+	-	-
Описание обязанностей членов СД, топ-менеджеров, управляющей компании и ее должностных лиц во внутренних документах эмитента; раскрытие информации о владении ценными бумагами эмитента, а также о продаже и/или покупке его ценных бумаг	+	+	-
Утверждение документа, определяющего правила и подходы к раскрытию информации об эмитенте советом директоров	+	+	+
Утверждение документа по использованию информации о деятельности эмитента, о ценных бумагах общества и сделках с ними советом директоров	+	+	+
Утверждение документа, определяющего процедуры внутреннего контроля финансово-хозяйственной деятельности эмитента, советом директоров	+	+	-
Наличие в уставе эмитента положения о том, что сообщение о годовом общем собрании акционеров должно	+	+	+

рассылаться не менее чем за 30 дней до его проведения, если законодательством не предусмотрен больший срок			
--	--	--	--

Примечание. Необходимо иметь в виду, что включение акций в котировальный список В осуществляется на срок не более 6 мес., а в котировальный список И – на срок не более пяти лет с последующим переводом акций в котировальный список А или Б (при условии соответствия ценных бумаг и эмитента требованиям, предъявляемым для включения ценных бумаг в соответствующий котировальный список). Требования к компаниям для включения акций в котировальные списки В и И более мягкие – как относительно финансовых результатов, структуры капитала, срока существования эмитента и минимальной стоимости акций, так и относительно уровня корпоративного управления.

Примечание. Включение акций в котировальный список В осуществляется на срок не более 6 мес, в список И - на срок не более 5 лет с последующим переводом акций в списки А или Б (при соответствии ценных бумаг и эмитента предъявляемым требованиям). Требования к компаниям для включения акций в котировальные списки В и И более мягкие относительно финансовых результатов, структуры капитала, срока существования эмитента, минимальной стоимости акций и уровня корпоративного управления.

Как видно из табл., для включения акций в котировальные списки Б, В, И компания может вести корпоративное управление на относительно низком уровне. Однако, во-первых, пребывание акций в списках В и И является временным; во-вторых, включение акций в котировальные списки высшего уровня приносит эмитенту ощутимые выгоды:

- в соответствии с критериями, установленными МФ РФ, временно свободные средства фонда обязательного страхования вкладов (АСВ) могут быть вложены в акции и облигации, включенные хотя бы в один котировальный список высшего уровня (А);
- согласно постановлению Правительства РФ № 61 от 1 февраля 2007 г. «Об утверждении Правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроле за их размещением», вложения пенсионных резервов в акции вкладчиков и учредителей фондов могут составить до 5%, а в акции других эмитентов - до 10%, если указанные ценные бумаги не включены в котировальные списки российской фондовой биржи высшего уровня (А);
- маржинальные сделки могут осуществляться только с инструментами, включенными в котировальный список А1.

Как показывает опыт компаний, сумевших добиться устойчивого роста стоимости своих акций на протяжении ряда лет, установленные требования к практике корпоративного управления эмитентов стали для них лишь исходным минимумом. Еще на стадии подготовки к IPO эти компании внедрили ряд дополнительных стандартов корпоративного управления, а после первичного размещения акций расширили используемый инструментарий КУ, получили рейтинг корпоративного управления. Наглядным примером служит стратегия развития ОАО «РБК Информационные системы».

Летом 2001 г. акционеры - основатели компании (три физических лица, занимавшие должности в органах управления компании) избрали СД из 11 человек, пятеро из них были иностранцами-независимыми директорами. Впоследствии

число независимых директоров никогда не составляло меньше трети от общей численности совета.

Осенью 2001 г. компания провела частное размещение своих облигаций на сумму 5 млн дол. среди европейских инвесторов. В апреле 2002 г. РБК провел первое в России *IPO* одновременно на ММВБ и РТС, разместив 16% акционерного капитала. По итогам *IPO* было привлечено 13,28 млн дол., капитализация компании составила 83 млн дол., что существенно больше, чем предлагали за компанию частные стратегические инвесторы. В июне 2004 г. РБК осуществила дополнительную эмиссию своих акций, разместив на российских биржах 15% от увеличенного уставного капитала.

Годовые отчеты компании начиная с 2001 г. разрабатывались с учетом рекомендаций зарубежной передовой практики корпоративного управления. Возросла насыщенность интернет-сайта РБК; в разделе «Информация для инвесторов» стали регулярно размещать большой объем информации по ключевым финансово-экономическим показателям деятельности компании и по важнейшим компонентам ее корпоративного управления.

В 2004 г. РБК заняла 51 -е место в рейтинге *Deloitte & Touche Fast 500*, где представлены 500 наиболее быстро растущих технологических компаний развивающихся рынков.

В 2005 г. компания вышла на 14-е место среди 60 крупнейших публичных российских компаний в исследовании информационной прозрачности рейтингового агентства *Standard & Poor's* за 2004 г. В 2004 г. в составе совета директоров созданы комитеты по аудиту и по кадрам и вознаграждениям.

Осенью 2005 г. СД принял решение увеличить количество объявленных акций с 15 до 34,26 млн (около 30% от уставного капитала). Из них 4,26 млн акций предназначались под опционную программу членам совета директоров.

Динамика рыночной стоимости компании за эти годы весьма впечатляюща: на 31 декабря 2002 г. - 1,8 млрд р., 2003 г. - 5,8 млрд р., 2004 г. - 8,7 млрд р., 2005 г. - 21,7 млрд р., 2006 г. - 35 млрд р.

В настоящее время все больше игроков из различных секторов выходят на публичный рынок ценных бумаг. Для компании важно получить дополнительное финансирование, чтобы обеспечить рост в условиях усиливающейся конкуренции, в том числе за счет поглощения других игроков в ходе консолидации рынка.

Для успешного размещения компания должна соответствовать ряду *критериев*, которые можно сформулировать с помощью следующих вопросов:

- интересны ли инвесторам размер компании и ее перспективы;
- есть ли у организации четкая стратегия, учитывающая изменение ее модели управления в связи с превращением в публичную корпорацию;
- обладает ли компания устойчивой организационной структурой, способной действительно реализовать выбранную стратегию;
- насколько эффективно работает механизм корпоративного управления.

Большая часть российских компаний, стремящихся к *IPO*, удовлетворяют *первому требованию*: почти все они крупные игроки с хорошими перспективами. Однако соответствие *трем другим* требованиям проблематично. И дело не в качественных характеристиках организации, а в том, что их собственники слишком

торопятся получить «горячие» деньги рискованных западных и российских инвесторов.¹

¹ Модино Ф. IPO: промежуточные итоги // Управление компанией. -2006. - №7 (62).