



ДЕРИШЕВА

Оксана Борисовна,
к.э.н., руководитель
департамента листин-
га НП «Фондовая биржа
«Российская Торговая
Система»



ФЕДОРОВ Алексей
Борисович,
эксперт департа-
мента листинга НП
«Фондовая биржа
«Российская Торговая
Система»

ЛИСТИНГ ЦЕННЫХ БУМАГ В РОССИИ

Прохождение процедуры листинга с включением ценных бумаг в один из котировальных списков биржи является, безусловно, важным и неотъемлемым этапом в жизни любой компании. Получение листинга ценных бумаг на бирже позволяет эмитенту качественно и количественно расширить круг инвесторов, а также придать бумагам компании инвестиционный статус, а самому эмитенту — статус «публичной компании».

Что такое листинг?

Листинг — совокупность процедур по включению ценной бумаги в один из котировальных списков фондовой биржи и осуществлению контроля за соответствием ценных бумаг эмитента и самого эмитента условиям и требованиям, установленным фондовой биржей.

Российским законодательством дается более лаконичное определение этого термина: листинг ценных бумаг¹ — включение фондовой биржей ценных бумаг в котировальный список.

Согласно Приказу ФСФР России от 22.06.2006 г. № 06-68/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» (далее — Положение) включение ценных бумаг в список ценных бумаг, допущенных к торгам, на фондовой бирже может осуществляться с прохожде-

нием и без прохождения процедуры листинга. При прохождении процедуры листинга ценные бумаги включаются в котировальные списки «А» (первого и второго уровней), «Б», «В», «И».

При этом стоит отметить, что включение ценных бумаг в котировальные списки осуществляется только по заявлению их эмитента (управляющей компании) или только по заявлению их эмитента и уполномоченного финансового консультанта. В то время как допуск ценных бумаг к торгам без прохождения процедуры листинга может осуществляться по заявлению их эмитента (управляющей компании), участника торгов или по инициативе организатора торгов.

Аналогично этому в иностранном лексиконе специалистов существует следующая терминология:

¹ Федеральный закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

- **Introduction** — представление. Заявление эмитента на получение листинга, который не подразумевает осуществления новых выпусков либо продвижения уже обращающихся на рынке ценных бумаг, находящихся в распоряжении инвесторов;

- **Intermediaries Offer** — предложение для посредников. Вывод на рынок ценных бумаг путем заявления самим эмитентом либо третьим лицом от имени эмитента.

В зависимости от типа котируемых ценных бумаг, а также от того, имеет ли их эмитент котируемые бумаги на биржах других стран, листинг ценных бумаг может различаться специалистами по следующим типам:

- **Primary listing** — первичный листинг. Процедура листинга ценных бумаг эмитента на локальном рынке. Прохождение первичного листинга в России является выполнением одного из условий для получения разрешения Федеральной службы по финансовым рынкам на размещение и (или) обращение эмиссионных ценных бумаг российского эмитента за пределами Российской Федерации;

- **Secondary listing** — вторичный листинг. Листинг ценных бумаг эмитента на одной или нескольких зарубежных фондовых биржах. Для российских эмитентов вторичный листинг возможен только после прохождения первичного листинга акций на российской торговой площадке. В качестве примеров можно привести бумаги ОАО «ЛУКОЙЛ» и ОАО «Объединенные машиностроительные заводы». ОАО «ЛУКОЙЛ» — первая компания среди российских эмитентов, получившая полный вторичный листинг на LSE путем включения ее ценных бумаг в официальный список Листингового агентства Великобритании. ОАО «Объединенные машиностроительные заводы» стали второй российской компанией, получившей вторичный листинг своих ADR на Лондонской фондовой бирже. ADR компании также были включены в официальный список Листингового агентства Великобритании (UK Listing Authority — UKLA);

- **Специальный листинг** — листинг цен-

ных бумаг компании, эмитированных для определенных целей. Такие ценные бумаги обычно продаются и покупаются профессиональными участникам рынка ценных бумаг. Например, еврооблигации, которые, как правило, обращаются среди крупных игроков рынка и не торгуются среди мелких инвесторов. До получения вторичного листинга некоторые ценные бумаги ОАО «ЛУКОЙЛ» (конвертируемые облигации и GDR) имели «специальный» листинг.

Требования ко вторичному и специальному типам листинга являются менее жесткими, а сроки длительности процедуры включения ценных бумаг в один из них — более короткими.

В зависимости от видов ценных бумаг эмитента, которые проходят процедуру листинга на зарубежных торговых площадках, терминология листинга может быть следующей:

- **Direct listing** — прямой листинг. Основная суть заключается в регистрации новой компании (которая приобретает первоначальный бизнес за границей) в стране, где предполагается обращение ценных бумаг на бирже, включая прохождение процедуры листинга;

- **Depository Receipts** — депозитарные расписки. Листинг на зарубежной бирже получают депозитарные расписки компании. Примером здесь также может послужить опыт ОАО «ЛУКОЙЛ». Компания получила на LSE листинг всех своих обыкновенных акций и американских депозитарных расписок 1-го уровня (ADR). Акции эмитента обращаются на LSE также в форме ADR.

С точки зрения прохождения процедуры листинга на нескольких торговых площадках, участниками рынка ценных бумаг даются следующие определения:

- **Dual listing** — двойной листинг. Последовательное прохождение процедуры листинга на более чем одной фондовой бирже внутри одной страны с целью повышения ликвидности ценных бумаг эмитента;

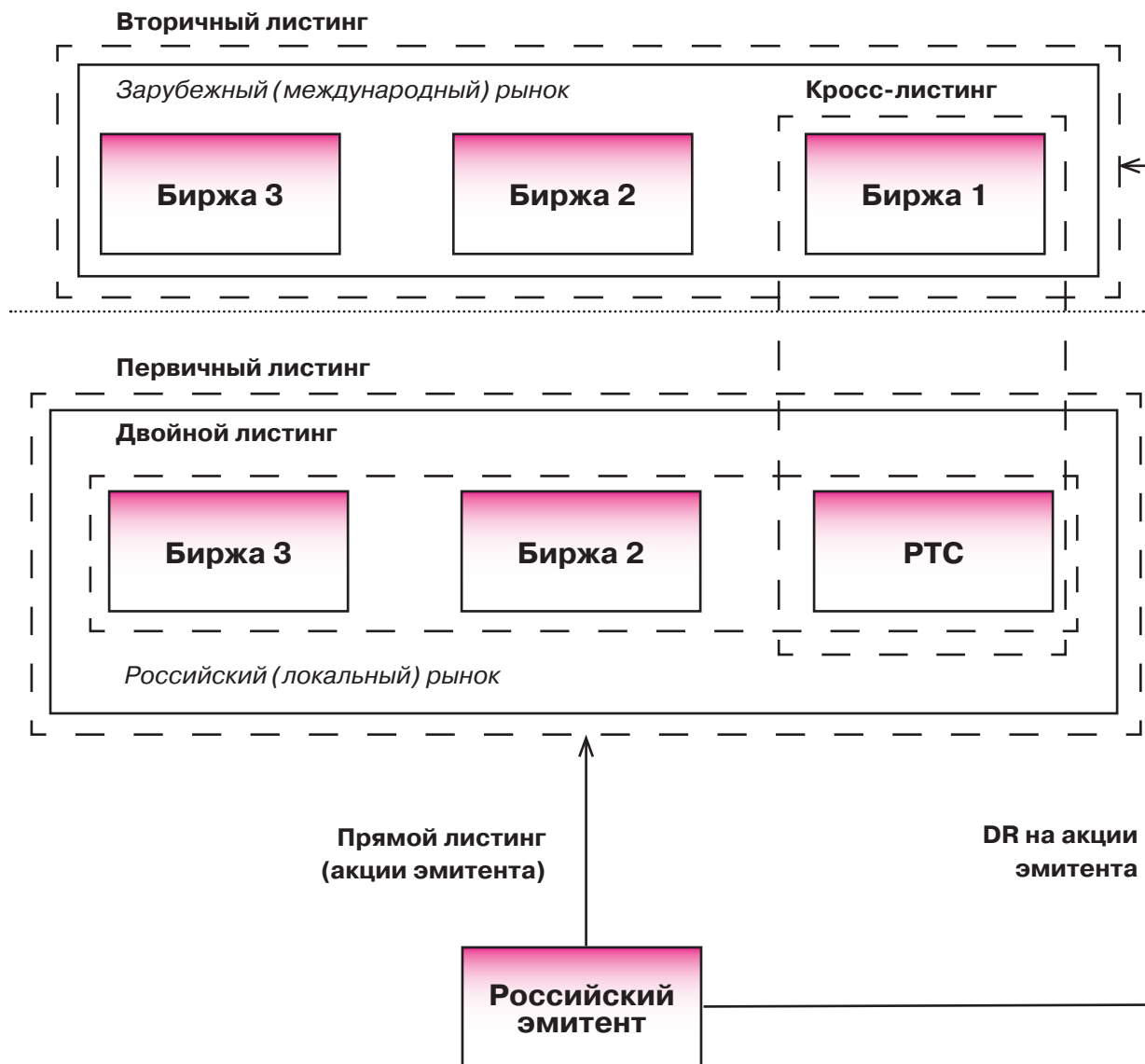
- **Cross-listing** — кросс-листинг. Прохождение процедуры листинга одновременно на нескольких фондовых биржах, как

правило, разных государств в рамках заключенного между ними (биржами) соглашения. Позволяет эмитенту, чьи бумаги прошли процедуру листинга на одной бирже, пройти процедуру листинга на других торговых площадках в упрощенном варианте, что позволяет сокра-

тить временные сроки и, возможно, финансовые издержки эмитента.

Применение терминологии листинга к ценным бумагам российского эмитента продемонстрировано на **схеме 1**.

Схема 1. Листинг ценных бумаг российского эмитента.



Для чего нужен листинг?

Со стороны как иностранных, так и российских инвесторов последовательно возрастают требования к прозрачности российских

эмитентов в целях мониторинга и контроля рисков своих инвестиций в их ценные бумаги. Прохождение процедуры листинга предъявляет к эмитентам ценных бумаг определен-

ные требования и накладывает ряд жестких обязанностей. Все это оказывает стимулирующее воздействие на эмитентов и приводит к повышению их прозрачности и открытости перед инвестиционным сообществом и широкой общественностью. Как результат, все это способствует укреплению взаимного доверия между эмитентами ценных бумаг и инвесторами — участниками рынка ценных бумаг.

Какие же преимущества дает листинг ценных бумаг российским эмитентам (управляю-

щим компаниям)? Рассмотрим основные преимущества российского листинга.

1. Возможность существенно расширить круг инвесторов. Прохождение процедуры листинга позволяет эмитенту увеличить спрос на свои бумаги за счет увеличения численности потенциальных инвесторов, а также расширить круг акционеров, привлекая новые классы инвесторов, вкладывающих свои средства только в ценные бумаги, включенные в котировальные списки фондовых бирж (см. **таблицу 1**).

Таблица 1. Изменение структуры инвесторов в зависимости от раздела списка ценных бумаг.

Инвестор	Средства инвестора	Котировальные списки					Вне-список
		A1	A2	Б	В	И	
Негосударственные пенсионные фонды (НПФ)	Пенсионные резервы	+	+	+	+	+	+
	Пенсионные накопления	+	--	--	--	--	--
Пенсионный фонд Российской Федерации	Пенсионные накопления	+	--	--	--	--	--
Страховые компании	Собственные средства	+	--	--	--	--	--
	Средства страховых резервов	+	--	--	--	--	--
Фонд обязательного страхования вкладов физических лиц ²	Временно свободные денежные средства	+	--	--	--	--	--
Накопительно - ипотечная система жилищного обеспечения военнослужащих	Накопления для жилищного обеспечения	+	--	--	--	--	--
Акционерные / паевые инвестиционные фонды (АИФ / ПИФ) ³	Инвестиционные резервы / Имущество пащиков, переданные в ДУ	+	+	+	+	+	+
Общие фонды банковского управления (ОФБУ)	Денежные средства, переданные в ДУ	+	+	+	+	+	+
Доверительное управление (ДУ)	Денежные средства, переданные в ДУ	+	+	+	+	+	+
Сделки, совершаемые с использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем (Маржинальные сделки)	Обеспечение обязательств клиента под залог ценных бумаг	+	+	+	+	+	--
	Кредитование ценными бумагами	+	+	+	+	+	--
	Кредитование денежными средствами	+	+	+	+	+	+

² Не размещаются в акции (паи), облигации кредитных организаций.

³ Большинство категорий инвестиционных фондов.

Из приведенной выше таблицы видно, что прохождение процедуры листинга ценных бумаг с их включением в котировальный список «А» первого уровня фондовой биржи позволит эмитенту максимально расширить круг российских потенциальных инвесторов, среди которых:

- Пенсионный фонд Российской Федерации;
- негосударственные пенсионные фонды;
- страховые компании;
- Фонд обязательного страхования вкладов физических лиц;
- накопительно-ипотечная система жилищного обеспечения военнослужащих.

Данные классы инвесторов, согласно российскому законодательству, могут инвестировать средства только в ценные бумаги, включенные в котировальный список высшего уровня, т. е. в список, для включения в который нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг установлены максимальные требования.

Нужно отметить, что перспектива получения возможности привлечь таких крупных инвесторов, как Пенсионный фонд Российской Федерации, является весьма соблазнительной в особенности для крупнейших российских эмитентов. Так, например, в ближайших планах ОАО «НК «Роснефть» (Код РТС — ROSN, котировальный список «В») включить свои ценные бумаги в котировальный список «А» первого уровня Фондовой биржи «Российская Торговая Система».

Для инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов (ПИФов) листинг также имеет свои преимущества. Среди них можно выделить:

- инвестиционные паи закрытых ПИФов, включенные в котировальные списки фондовых бирж, могут входить в состав активов открытых ПИФов, относящихся к категориям фондов акций, смешанных инвестиций, а также — фон-

дов;

- инвестиционные паи ПИФов, включенные в котировальные списки фондовых бирж, могут составлять до 30% стоимости активов ПИФов, относящихся к категории фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций.

2. Возможность размещения и/или обращения ценных бумаг эмитента за рубежом. Выпуск депозитарных расписок (ADR/GDR) возможен только на ценные бумаги, прошедшие листинг на российской бирже.

3. Сокращение временного разрыва между окончанием размещения (IPO) и началом обращения ценных бумаг эмитента. Представление в ФСФР России уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг возможно только при выполнении ряда обязательных условий, одно из которых — прохождение листинга на российской бирже.

4. Возможности выпуска биржевых облигаций, а также включения в котировальный список облигаций без соблюдения отдельных требований.

- Эмитентом биржевых облигаций может быть только ОАО, акции которого включены в котировальный список фондовой биржи, осуществляющей допуск таких облигаций к торгам;

- Облигации эмитента могут быть включены в котировальные списки «А1», «А2», «Б» без соблюдения требования о минимальном ежемесячном объеме сделок, если акции этого эмитента уже включены в этот котировальный список или котировальный список более высокого уровня.

5. Прохождение процедуры листинга на фондовой бирже — рейтинговая оценка эмитента. При определении лимитов по ценным бумагам для совершения сделок инвесторы зачастую устанавливают размеры указанных лимитов в зависимости от уровня котировального списка, в котором находятся ценные бумаги эмитента.

6. Расчет технических индексов на фон-

довых биржах и защита от манипулирования ценами:

- расчет технических индексов Фондовой биржи осуществляется по ценным бумагам (отдельно по акциям, облигациям, инвестиционным паям), включенным в котировальные списки;

- Фондовая биржа обязана остановить торги либо приостановить торги по ценной бумаге не менее чем на 1 час вследствие изменения цены открытия по сравнению с ценой закрытия или текущей цены по сравнению с последней ценой открытия ценной бумаги, включенной в котировальные списки «А1» или «А2».

Дополнительно следует отметить следующее:

- ценные бумаги, включенные в котировальные списки фондовой биржи, могут иметь признаваемую котировку и рыночную цену, используемые для оценки стоимости чистых активов, при учете финансовых вложений в бухгалтерской отчетности, для целей налогообложения, при расчете лимита кредитной организации на одного заемщика;

- диверсификация структуры собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг может достигаться, в том числе и за счет вложений в ценные бумаги, включенные в котировальные списки фондовых бирж.

Кроме того, соблюдение эмитентом (управ-

ляющей компанией) требований по раскрытию информации о ценных бумагах, включенных в котировальные списки, значительно повышает надежность инвестиций для всех категорий инвесторов, ведет к улучшению имиджа компании и повышению ликвидности ценных бумаг.

Включение ценных бумаг в котировальный список фондовой биржи, по сути, является длительной PR-акцией, способствующей улучшению имиджа и бренда компании.

Российский листинг — 2006: что нового?

Завершающийся 2006 год оказался весьма продуктивным как в сфере развития российского рынка ценных бумаг вообще, так и в области становления российского листинга ценных бумаг, в частности. И если в начале 2002 года на смену котировальным листам двух уровней (см. **таблицу 2**) пришли сразу три котировальных списка («А1», «А2», «Б»), которые впоследствии только претерпевали изменения и дополнялись новыми требованиями, то в 2006 году последовательно были введены еще два новых котировальных списка («В», «И»), которые не просто расширили линейку разделов списка ценных бумаг, допущенных к торгам, а ввели новые стандарты и в корне поменяли философию нахождения ценных бумаг эмитентов в котировальных списках фондовых бирж.

Таблица 2. История введения котировальных списков на российских фондовых биржах.

Котировальный список	Статус	Впервые введен нормативным актом Федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг
«И»	Действует	ПРИКАЗ ФСФР России от 22.06.2006 г. № 06-68/пз-н
«В»	Действует	ПРИКАЗ ФСФР России от 15.12.2004 г. № 04-1245/пз-н (в ред. Приказов ФСФР России от 22.06.2005 г. № 05-22/пз-н, от 12.01.2006 г. № 06-4/пз-н)
«А1», «А2», «Б»	Действует	ПОСТАНОВЛЕНИЕ ФКЦБ России от 4.01.2002 г. № 1-пс
«Котировальный лист первого уровня», «Котировальный лист второго уровня»	Упразднен	ПОСТАНОВЛЕНИЕ ФКЦБ России от 19.12.1996 г. № 23

Котировальный список «В» («Вариантный») был введен с целью сокращения временных издержек эмитентов как при «выходе» на IPO в России, так и при проведении «двойного» (международного) IPO. У эмитентов появилась возможность (вариант) допускать свои ценные бумаги к размещению и/или обращению сразу в котировальном списке фондовой биржи, не «выдерживая» предварительно трехмесячного срока ожидания, торгуясь во «внесписке» (списке ценных бумаг, допущенных к торгам без прохождения процедуры листинга).

Котировальный список «И» («Инвестиционный») был введен в ходе мер, предпринятых ФСФР России и направленных на стимулирование эмитентов малой и средней капитализации осуществлять привлечение внешнего финансирования на рынке ценных бумаг. На наш взгляд, котировальный список «И» вполне логично дополнил «линейку» разделов списка ценных бумаг, допущенных к торгам, и обязательно будет востребован эмитентами.

С появлением котировальных списков «В» и «И» сформировалась новая группа разделов списка ценных бумаг, допущенных к торгам. Теперь разделы списка ценных бумаг, допущенных к торгам, условно можно разделить на две группы: **«постоянные»** и **«промежуточные»**.

Постоянные разделы списка ценных бумаг, допущенных к торгам:

- 1) ценные бумаги, включенные в котировальный список «А» («Абсолютный») первого уровня;
- 2) ценные бумаги, включенные в котировальный список «А» («Абсолютный») второго уровня;
- 3) ценные бумаги, включенные в котировальный список «Б» («Базовый»);
- 4) ценные бумаги, допущенные к торгам без прохождения процедуры листинга (Внесписочные ценные бумаги).

Промежуточные разделы списка ценных

бумаг, допущенных к торгам:

- 1) ценные бумаги, включенные в котировальный список «В» («Вариантный»);
- 2) ценные бумаги, включенные в котировальный список «И» («Инвестиционный»).

В постоянных разделах списка ценные бумаги эмитента могут находиться неопределенный период времени при условии выполнения всех требований фондовой биржи. В промежуточных разделах списка ценные бумаги эмитента могут находиться только строго определенный период времени, по истечении которого они должны быть переведены в постоянные разделы списка ценных бумаг, допущенных к торгам.

Фактически, промежуточные разделы списка ценных бумаг ориентированы, прежде всего, на проведение размещений (в том числе и IPO) ценных бумаг эмитентов. Допуск к торгам на фондовой бирже с прохождением процедуры листинга и включением акций эмитента в котировальные списки «В» и «И» осуществляется на сроки, не превышающие полгода (6 месяцев) и пять лет, соответственно, с даты включения ценных бумаг эмитентов в соответствующие котировальные списки. По истечении указанных сроков ценные бумаги эмитентов должны быть переведены в постоянные разделы списка ценных бумаг при условии соответствия ценных бумаг и их эмитентов требованиям, предъявляемым для включения этих ценных бумаг в постоянные разделы списка ценных бумаг.

В связи с вводом промежуточных разделов списка ценных бумаг, допущенных к торгам, а также нового финансового инструмента — биржевых облигаций, по составу и структуре претерпела существенные изменения и «Листинг-матрица» (см. **таблицу 3**). «Листинг-матрица» отражает существующие возможности включения ценных бумаг эмитента (управляющей компании) в разделы списка ценных бумаг, допущенных к торгам на фондовой бирже, в зависимости от их вида, а также потенциально возможных заявителей ценных бумаг.

Таблица 3. «Листинг-матрица».

Ценная бумага	Разделы списка ценных бумаг, допущенных к торгам						Заявитель ценной бумаги
	А1	А2	Б	В	И	Внесписок	
Биржевые облигации	+ / +	+ / +	+ / +	+ / +	- / -	+ / +	Эмитент (Управляющая компания)
Акции	+ / -	+ / -	+ / -	+ / -	+ / +	+ / -	Эмитент и УФК
Облигации	+ / -	+ / -	+ / -	+ / -	- / -	+ / +	Участник торгов
Инвестиционные паи	+ / -	+ / -	+ / -	- / -	- / -	+ / +	Организатор торговли

Так в промежуточные разделы списка ценных бумаг, допущенных к торгам, могут быть включены:

- только акции (котировальный список «И») по заявлению эмитента и уполномоченно-го финансового консультанта (УФК);

- только акции, облигации или биржевые облигации (котировальный список «В») по заявлению эмитента.

Биржевые облигации могут быть включены в любой раздел списка ценных бумаг, допущенных к торгам (кроме котировального списка «И»), только по заявлению их эмитента.

Включение ценных бумаг эмитента в промежуточные разделы списка ценных бумаг, допущенных к торгам, осуществляется при соблюдении следующих условий:

- осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг;

- эмитентом ценных бумаг соблюдаются требования законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, в том числе о раскрытии информации на рынке ценных бумаг.

В отличие от котировальных списков «А» (первого и второго уровня) и «Б» для включения ценных бумаг в промежуточные разделы списка не требуется наличие зарегистрированного отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг эмитента или представления в Федеральную службу уведомления

об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг.

Помимо этого, для включения акций эмитента в котировальные списки «В» и «И» предусмотрен ряд следующих «ослаблений»:

- не требуется минимальный ежемесячный объем сделок, рассчитанный по итогам последних 3 месяцев, предшествующих листингу;

- для котировального списка «В» не требуется минимальный размер капитализации (в котировальном списке «И» минимальный размер капитализации определяется уполномоченным финансовым консультантом).

Однако, кроме «ослаблений» в промежуточных разделах списка ценных бумаг, к ценным бумагам эмитентов предъявляются требования, более жесткие, даже чем в котировальном списке «Б». Так, требования, предъявляемые к ценным бумагам эмитента в котировальном списке «В», сопоставимы с требованиями котировального списка «А» первого уровня:

- требуется отсутствие убытков по итогам двух лет из последних трех;

- требования к минимальному сроку существования эмитента — не менее 3 лет, в то время как для котировального списка «Б» — только 1 год;

- на момент подачи заявления о включении ценных бумаг в промежуточные разделы списка ценных бумаг, допущенных к торгам (котировальные списки «В» и «И»), эмитент

уже должен соблюдать нормы корпоративного поведения, предусмотренные Правилами листинга для промежуточных разделов списка ценных бумаг, в то время как для котировального списка «А» второго уровня и для котировального списка «Б» требования к соблюдению

норм корпоративного поведения эмитентом обязательны либо на момент подачи заявления, либо по истечении 1 года со дня включения ценных бумаг в котировальный список.

Требования листинга для акций эмитентов представлены в **таблице 4**.

Таблица 4. Требования листинга для акций.

Требования	А1	А2	Б	В	И
Заявитель	Эмитент				Эмитент + УФК
Срок нахождения акций в котировальном списке при условии соответствия предъявляемым к акциям и эмитенту требованиям (с даты включения)	Нет ограничений	Нет ограничений	Нет ограничений	Не более 6 мес.	Не более 5 лет
Максимальная доля обыкновенных акций, находящихся во владении одного лица и его аффилированных лиц (для включения в котировальный список обыкновенных акций)	75%	75%	90%	Кол-во размещаемых (предлагаемых к обращению) акций не менее 10%	
Минимальный ежемесячный объем сделок, рассчитанный по итогам последних 3 месяцев (для включения в котировальный список) ⁴	25 млн руб.	2,5 млн руб.	1,5 млн руб.	-	-
Отсутствие убытков по итогам двух лет из последних трех	Требуется	Требуется	-	Требуется	-
Капитализация - обыкновенных акций - привилегированных акций	10 млрд руб. 3 млрд руб.	3 млрд руб. 1 млрд руб.	1,5 млрд руб. 0,5 млрд руб.	- -	(по оценке УФК) 60 млн руб. 25 млн руб.
Наличие годовой финансовой отчетности по стандартам IAS или US GAAP вместе с аудиторским заключением в отношении указанной отчетности на русском языке	Требуется	Требуется	-	-	-
Минимальный срок существования эмитента (в случае реорганизации юр. лица, срок существования учитывает срок деятельности юр. лица, в результате реорганизации кот. был создан эмитент — только для А1, А2, Б)	3 года	3 года	1 год	3 года	-
Обязательство по представлению списка аффилированных лиц и его регулярному обновлению	Требуется	Требуется	Требуется	Требуется	Требуется
Соблюдение эмитентом норм корпоративного поведения, предусмотренных Правилами листинга для соответствующего котировального списка	На момент подачи заявления	На момент подачи заявления или обязательства о соблюдении по истечении 1 года со дня включения ценных бумаг в котировальный список		На момент подачи заявления	

⁴ Критерий применяется только при включении ценных бумаг в котировальный список.

Кроме того, различие между постоянными и промежуточными разделами списка ценных бумаг подчеркивается введением в пользу последних **дополнительных условий** к ценным бумагам эмитентов, а также **расширением их инфраструктурной составляющей**.

Дополнительные условия. Помимо уже перечисленных выше требований, Положением вводятся дополнительные условия для включения акций / облигаций в котировальный список «В», а также акций в котировальный список «И»:

1. Акции / облигации эмитента впервые размещаются путем открытой подписки, услуги по размещению ценных бумаг при которой оказываются брокером, либо впервые предлагаются к публичному обращению через фондовую биржу или с привлечением брокера для совершения в связи с таким предложением сделок, направленных на отчуждение акций/ облигаций.

2. Эмитент принял обязательства по предоставлению фондовой бирже копии уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) этих ценных бумаг не позднее чем на следующий день с момента представления такого уведомления в ФСФР России.

Также для включения облигаций в котировальный список «В»:

3. Исполнение обязательств по облигациям обеспечено залогом, поручительством, банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией, если номинальная стоимость всех выпущенных эмитентом облигаций превышает размер его уставного капитала (за исключением случаев выпуска биржевых облигаций).

4. Решением о выпуске (дополнительном выпуске) облигаций предусмотрены оплата облигаций при их размещении и выплата номинальной стоимости и процентов по облигациям только денежными средствами, а также право владельца облигаций предъявить их к досрочному погашению в случае делистинга этих облигаций на всех фондовых биржах, включив-

ших эти облигации в котировальные списки.

5. Не осуществлялся делистинг облигаций этого же эмитента на всех фондовых биржах, включивших эти облигации в котировальные списки ранее.

Расширение инфраструктуры. В отличие от постоянных разделов списка ценных бумаг, допущенных к торгам, промежуточные разделы предусматривают обязательное введение функций маркет-мейкеров, а также уполномоченных финансовых консультантов (в зависимости от котировального списка). Таким образом, для включения акций / облигаций в котировальный список «В», а также акций в котировальный список «И» необходимо выполнение дополнительного условия:

■ эмитент заключил с РТС и участником (участниками) торгов договор (договоры) о выполнении им (ими) в течение:

о всего срока нахождения акций/ облигаций в котировальном списке обязательств маркет-мейкера в отношении включаемых акций/ облигаций (для котировального списка «В»);

о не менее 3 месяцев со дня начала торгов акциями (для котировального списка «И»).

Также для включения акций в котировальный список «И»:

■ эмитент должен заключить договор с УФК, в котором на последнего возлагается обязанность по контролю за раскрытием информации эмитентом и по подтверждению достоверности и полноты всей информации, содержащейся в ежеквартальных отчетах эмитента, за исключением части, подтверждаемой аудитором и (или) оценщиком, в течение всего срока нахождения акций в данном котировальном списке;

■ эмитент принимает обязательство предоставлять УФК и РТС:

о любую финансовую и иную информацию о своей хозяйственной деятельности, способной повлиять на цену акций;

о информацию о корпоративных событиях (общих собраниях акционеров, собраниях советов директоров) и их результатах в срок не

позднее одного дня с даты составления соответствующего протокола;

- УФК должен подписывать:
 - проспект ценных бумаг — в случае размещения дополнительного выпуска акций;
 - последний ежеквартальный отчет эмитента ценных бумаг — в случае допуска к торгам акций, отчет об итогах выпуска которых зарегистрирован (в Федеральный орган направлено уведомление об итогах выпуска).

Однако на этом различия между постоянными и промежуточными разделами списка ценных бумаг не заканчиваются. Согласно Положению «льготные» условия для включения в котировальные списки:

- ценных бумаг эмитента, созданного в результате реорганизации юридического лица (юридических лиц);
- ценных бумаг эмитента, размещенных в

результате конвертации ценных бумаг того же эмитента;

- облигаций эмитента, чьи акции уже включены в котировальный список,
 - распространяются только на постоянные разделы списка ценных бумаг, допущенных к торгам. Это — котировальные списки «А» первого и второго уровня, а также котировальный список «Б».

Будут ли востребованы рынком промежуточные разделы списка ценных бумаг, допущенных к торгам (котировальные списки «В» и «И») или нет — покажет время. Котировальный список «И» появился в российском законодательстве только в ноябре и еще не успел «обзавестись» ценными бумагами эмитентов. Что же касается компаний, чьи акции включены в котировальный список «В», то они уже существуют (см. **таблицу 5**).

Таблица 5. Компании, чьи акции включены в котировальный список «В».

№	Наименование эмитента	Код РТС	Дата включения в котировальный список «В»	Дата начала торгов в котировальном списке «В»
1.	ОАО «НК «Роснефть»	ROSN	15.06.2006 г.	17.07.2006 г.
2.	ОАО «Трубная металлургическая компания»	TRMK	06.10.2006 г.	31.10.2006 г.
3.	ОАО «Распадская»	RASP	06.10.2006 г.	10.11.2006 г.
4.	ОАО «Челябинский цинковый завод»	CHZN	19.10.2006 г.	10.11.2006 г.

Актуальность российского первичного листинга

Российские эмитенты, пожелавшие осуществить размещение и (или) обращение своих ценных бумаг за рубежом, предварительно обязаны допустить свои ценные бумаги к торгам с прохождением процедуры листинга на российской фондовой бирже или, другим словами, пройти процедуру первичного листинга на российской фондовой бирже.

Этот термин появился в лексиконе специалистов сравнительно недавно. Сложился он

в ходе внесения ряда поправок в российское законодательство. При этом требования к обязательному обращению ценных бумаг эмитента на российской фондовой бирже появились в инструкциях федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг еще в начале 2002 года. А уже в середине 2003 года Минюст России зарегистрировал Постановление ФКЦБ России с требованиями к ценным бумагам эмитента об обязательном прохождении процедуры листинга на российской бирже (см. **таблицу 6**).

Таблица 6. Изменение формулировки требований к обращению бумаг российских эмитентов, проводящих IPO за рубежом, на торгах российских фондовых бирж.

Документы	Требования к эмитенту
Приказ ФСФР России от 12.01.2006 г. №06-5/пз-н ⁵	Эмиссионные ценные бумаги российского эмитента <u>включены</u> в котировальный список хотя бы одной фондовой биржи.
Постановление ФКЦБ России от 01.04.2003 г. № 03-17/пс ⁶	Эмиссионные ценные бумаги российского эмитента <u>включены</u> в котированный список хотя бы одного организатора торговли на рынке ценных бумаг, имеющего лицензию Федеральной комиссии.
Постановление ФКЦБ России от 17.04.2002 г. №11/пс ⁷	Для получения разрешения ценные бумаги российского эмитента должны быть <u>допущены к торгам организатором торговли</u> на рынке ценных бумаг РФ, имеющим лицензию ФКЦБ России.
Постановление ФКЦБ России от 23.11.2001 г. № 29 ⁸	Все выпуски ценных бумаг российского эмитента, являющегося АО, <u>допущены к торгам</u> хотя бы у одного <u>организатора торговли</u> на рынке ценных бумаг, имеющего лицензию Федеральной комиссии, непрерывно в течение 3-х лет, предшествующих дате подачи заявления, либо в течение каждого отчетного года с момента создания, если российский эмитент осуществляет свою деятельность менее 3-х лет.
Постановление ФКЦБ России от 13.03.01 г. № 3 ⁹	Требования обращения ценных бумаг эмитента на фондовой бирже отсутствуют.

Нужно отметить, что ФСФР России очень внимательно следит за проведением IPO российских компаний и примеры такого контроля уже существуют. Реакция Федеральной службы следует незамедлительно в ответ на появляющуюся информацию о фактах или планах проведения IPO российских компаний за рубежом. Данную информацию условно можно разделить на четыре группы.

1. Информация о фактах проведения IPO за рубежом российской компании с прохождением первичного листинга в России.
2. Информация о фактах проведения IPO за рубежом компании, имеющей активы в России, без прохождения первичного листинга в России.
3. Информация о планах проведения IPO за рубежом российской компании с прохожде-

⁵ Приказ ФСФР России от 12.01.2006 г. №06-5/пз-н «Об утверждении положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и(или) обращение эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации».

⁶ Постановление ФКЦБ России № 03-17/пс от 01.04.2003 г. «О размещении и обращении эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации».

⁷ Постановление ФКЦБ России от 17.04.2002 г. №11/пс «О внесении дополнений в положение о порядке выдачи разрешения Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг на допуск к обращению эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации в форме ценных бумаг иностранных эмитентов, выпускаемых в соответствии с иностранным правом и удостоверяющих права на эмиссионные ценные бумаги российских эмитентов, утвержденное постановлением ФКЦБ России от 13.03.2001 г. №3».

⁸ Постановление ФКЦБ РФ от 23.11.2001 г. № 29 «Об утверждении положения о порядке допуска эмиссионных ценных бумаг, выпущенных эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации, и обращении которых предполагается через иностранных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, к первичному размещению за пределами Российской Федерации и к обращению через иностранных организаторов торговли на рынке ценных бумаг».

⁹ Постановление ФКЦБ России от 13.03.01 г. № 3 «Об утверждении Положения о порядке выдачи разрешения Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг на допуск к обращению эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации в форме ценных бумаг иностранных эмитентов, выпускаемых в соответствии с иностранным правом и удостоверяющих права на эмиссионные ценные бумаги российских эмитентов».

нием первичного листинга в России.

4. Информация о планах проведения IPO за рубежом компании, имеющей активы в России, без прохождения первичного листинга в России.

Примеры российских компаний и компаний, имеющих активы в России, проводивших IPO за рубежом или заявляющих о своих планах провести IPO за рубежом, представлены в **таблице 7**.

Таблица 7. IPO (планы проведения IPO) компаний за рубежом.

Информация о:	...с прохождением первичного листинга в России	...без прохождения первичного листинга в России
Фактах проведения IPO за рубежом...	1. Система АФК / SISTEMA JSFC; 2. НОВАТЭК / NOVATEK; 3. НЛМК / OJSC Novolipetsk Steel; 4. Комстар-Объединенные ТелеСистемы / JSC COMSTAR - UNITED TELESYSTEMS; 5. Группа «Черкизово» / OJSC CHERKIZOVO GROUP; 6. Роснефть НК / OJSC OC ROSNEFT; 7. ТМК / ОАО ТМК; 8. Система-Галс / SISTEMA-HALS JSC; 9. Северсталь / ОАО SEVERSTAL; 10. Челябинский цинковый завод / JSC CHELYABINSK ZINC PLANT.	1. Pyaterochka Holding N.V. (Голландия); 2. Evraz Group S. A. (Люксембург); 3. Amtel Vredestein N.V. (Голландия); 4. CTC Media, Inc. (штат Делавэр, США)
планах проведения IPO за рубежом...	Российские эмитенты, заявившие о планах проведения «двойного» IPO.	Euroset Holding N.V. (Голландия)

ФСФР России по-прежнему негативно относится к компаниям, которые специально создаются за рубежом для вывода российских активов только на зарубежные площадки.

Также здесь стоит сказать об инициативе ФСФР России внести поправки в Закон «О рынке ценных бумаг», которые сделали бы невозможным размещение ценных бумаг компаний, имеющих активы в России, без предварительного прохождения листинга на российских торговых площадках эмитентами — активами иностранных холдингов.

Причиной здесь послужило размещение в начале мая 2005 года на Лондонской фондо-

вой бирже ценных бумаг Pyaterochka Holding N.V. (Голландия), основные активы которой находятся в России, то есть происходило размещение ценных бумаг иностранного эмитента, а российские активы, принадлежащие этому иностранному эмитенту, получили оценку только зарубежного рынка ценных бумаг. Схема такого размещения:

- основные активы иностранного эмитента сосредоточены в России;
- собственники иностранного эмитента — россияне;
- иностранный эмитент, в собственности

которого находятся российские активы, создан менее 3 лет назад;

■ осуществляется размещение ценных бумаг иностранного эмитента (за пределами Российской Федерации),

— вызвала недовольство со стороны ФСФР России (см. **таблицу 8**). Так, по словам Руководителя ФСФР России Олега Вьюгина, на Лондонской фондовой бирже произошло размещение ценных бумаг, обеспеченных российскими активами. Если депозитарные расписки, обеспеченные российскими активами, размещаются за рубежом, необходимо, чтобы российские акции, обеспеченные этими же активами, прошли листинг в России.

В результате представители эмитента начали консультации с регулятором, направив ему запрос по поводу юридической возможности прохождения листинга в России.

В случае же с размещением акций Evraz Group S. A. (Люксембург) ситуация была немного иная. Несмотря на то, что Evraz Group S. A. зарегистрирован не в России и его ценные бумаги не проходили процедуру первичного листинга на российской бирже, ценные бумаги российских предприятий, входящих в состав его активов, котируются в РТС. Evraz Group проинформировал российского регулятора, что бумаги этих эмитентов пройдут процедуру листинга и будут включены в котировальные списки РТС. На сегодняшний день на Фондовой бирже «Российская Торговая Система» в котировальном списке «Б» торгуются акции ОАО «Нижнетагильский металлургический комбинат» (NTМК) и ОАО «Высокогорский горно-обогатительный комбинат» (VGOK), в списке ценных бумаг, до-

пущенных к торгам без прохождения процедуры листинга, — ОАО «Качканарский горно-обогатительный комбинат «Ванадий» (KGOK) и ОАО «Находкинский морской торговый порт» (NATP). Акции ОАО «Западно-Сибирский металлургический комбинат» пока только котируются в RTS Board.

К размещению акций Amtel Vredestein N.V. (Голландия), судя по всему, у российского регулятора вопросов не возникло, т.к. на момент проведения IPO доля российских активов в собственности голландского холдинга составляла порядка 50%, что не являлось подавляющим большинством (от 75%¹⁰). Следовательно, Амтелу не нужно было получать разрешения ФСФР России и проходить первичный листинг на российской бирже. Однако известно, что компания при проведении IPO рассматривала возможность прохождения листинга в России — в Российской Торговой Системе (РТС).

Несколько иная ситуация сложилась с СТС Media, Inc. Здесь конечными бенефициарами компании являются иностранные граждане, а головная зарубежная компания, в собственности которой и находятся российские активы, была создана более трех лет назад. Между ФСФР России и СТС-Медиа существует неформальная договоренность, согласно которой как только российское законодательство позволит выпускать российские депозитарные расписки (РДР) на акции компании, обращающиеся за рубежом, СТС Media, Inc. выпустит такие ценные бумаги.

¹⁰ Согласно планировавшимся на тот момент поправкам компании, владеющие 75% активов в России и планирующие провести IPO за рубежом через зарубежную холдинговую компанию, должны были бы тоже получать разрешение ФСФР России. Но юристы Государственной Думы Российской Федерации усмотрели в этом законопроекте нарушение норм международного права, и депутаты в ноябре 2005 г. отозвали законопроект.

Таблица 8. Зарубежные IPO компаний, владеющих активами в России.

Компания	Прохождение первичного листинга в РФ	Ценные бумаги компании	Реакция ФСФР России
CTC Media, Inc.	-	Акции американской компании	Компромисс с обязательством эмитента выпустить РДР на акции компании
Amtel Vredestein N.V.	-	DR на акции голландского холдинга	На момент проведения IPO эмитенту принадлежало около 50% российских активов. Претензии со стороны ФСФР России отсутствуют.
Evraz Group S.A.	-	DR на акции люксембургского холдинга	Компромисс с обязательством компании вывести акции управляемых российских активов (эмитентов) в листинг РТС
Pyaterochka Holding N.V.	-	DR на акции голландского холдинга	Обвинение в обходе норм российского законодательства

Также стоит упомянуть «Евросеть», которая в марте 2006 года заявила о планах проведения IPO в четвертом квартале 2006 года на LSE. В процессе IPO инвесторам планировалось предложить 10-15% акций дополнительного выпуска Euroset Holding N.V. (Голландия). Ожидалось, что \$200 млн, которые планировалось привлечь в ходе проведения IPO, компания направит на развитие собственного виртуального оператора сотовой связи. Планы продажи акций российской компании «через голландский холдинг» вызвали большое недовольство со стороны российского регулятора. Впоследствии «Евросеть» перенесла планы проведения IPO на начало 2008 года.

Остальные компании, размещавшие DR на свои акции за рубежом, получили разрешение ФСФР России на размещение и обращение эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации.

Перспективы российского кросс-листинга

Организация системы кросс-листинга между российской и зарубежной фондовыми биржами позволит российским эмитентам, чьи бумаги прошли процедуру листинга на российской бирже, включать свои бумаги в биржевые списки зарубежных торговых площадок либо проходить там процедуру допуска к торгам по

упрощенной схеме.

В результате российские компании, чьи акции пройдут процедуру кросс-листинга, смогут:

- улучшить свой имидж и репутацию в глазах российского и зарубежного инвестиционного сообщества;
- вести свою деятельность в соответствии с международными стандартами.

По мнению российских аналитиков, большинство акций компаний, обращающихся на российском рынке ценных бумаг, по-прежнему недооценены. Расширение круга потенциальных инвесторов за счет привлечения иностранного капитала на зарубежных торговых площадках приведет к росту курсовой стоимости акций и позволит предприятиям привлекать с рынков капитала необходимые финансовые ресурсы на более выгодных для эмитентов условиях.

С кросс-листингом ценных бумаг на российских и зарубежных фондовых биржах появится возможность одновременной торговли, фактически, одним и тем же инструментом на различных рынках, что создает благоприятные условия для проведения арбитражных операций. Увеличение числа российских эмитентов, проходящих процедуру кросс-листинга, будет способствовать как увеличению численности арбитражных сделок, так и росту их объемов. В результате, это должно привести к появлению

нового класса инвесторов, ориентированных на арбитражные сделки, осуществляемые по бумагам российских эмитентов на российских и западных биржах.

Однако здесь не все так просто, как может показаться.

Разница в ценах на российских и зарубежных фондовых биржах возможна и, безусловно, может быть использована инвесторами. Но в силу высокой эффективности рынка и быстроты арбитражных операций величина разницы в цене между торговыми площадками может значительно сократиться. И если разница в ценах на акции компании на различных фондовых биржах незначительна и недостаточна для компенсации затрат по сделкам, то арбитраж проводиться не будет.

Кроме того, существуют ограничения на торговлю различными классами инструментов как на местных, так и на зарубежных рынках. Так, российские (локальные) акции, проходящие листинг на российских фондовых биржах и обращающиеся на внутреннем рынке, и производные инструменты на локальные акции российского эмитента (депозитарные расписки), проходящие кросс-листинг на зарубежных торговых площадках, — это различные инструменты, и они не являются полностью взаимозаменяемыми.

НП «Фондовая биржа «Российская Торговая Система» (НП РТС) в 2005 году подписала меморандум о взаимопонимании и сотрудничестве с NASDAQ. В рамках данного соглашения предусмотрен обмен информацией о компаниях, чьи ценные бумаги прошли процедуру листинга в РТС и NASDAQ.

Ранее, в 2004 году, был подписан меморандум о сотрудничестве с LSE, который также предусматривает обмен информацией о ценных бумагах, допущенных одновременно к торгам на LSE и в РТС.

Прохождение процедуры кросс-листинга для российских эмитентов теоретически возможно, но необходимо учитывать различия в требованиях правил листинга к ценным бума-

гам, допускаемым к торгам на зарубежных фондовых биржах. Для преодоления всевозможных барьеров и успешной реализации проекта также потребуется выполнение ряда организационных и технических решений в рамках заключенных между биржами соглашений.

РТС также рассматривает возможности проведения процедур кросс-листинга ценных бумаг эмитентов стран СНГ на соответствующих биржах. Реализация процедур кросс-листинга и возможности обращения ценных бумаг эмитентов одной страны, входящей в состав СНГ, на внутренних рынках других стран СНГ будут способствовать увеличению возможностей эмитентов в привлечении необходимых инвестиций за счет расширения географии инвесторов, т.е. за счет расширения круга потенциальных инвесторов стран СНГ. Помимо этого, за счет ценных бумаг эмитентов стран СНГ расширится выбор инструментов для финансовых вложений, интересных с точки зрения российского инвестиционного сообщества.

Например, банковский сектор Казахстана является одним из наиболее инвестиционно привлекательных среди стран с развивающейся экономикой. Весь последний год в данном секторе наблюдались значительные темпы роста. Совместные усилия банков и государства по стимулированию роста банковского бизнеса дали свои результаты — все больше инвесторов верят в возможности казахских банков и готовы инвестировать в их рост. Так, по мнению аналитиков ИБ «ТРАСТ», казахские банки предлагают немало интересных возможностей для инвесторов, желающих сформировать диверсифицированный портфель корпоративных и банковских бумаг СНГ.

Что же касается регулирования, федеральное законодательство о российских депозитарных расписках (РДР), по словам главы ФСФР России Олега Вьюгина, вступит в силу в первом квартале 2007 года.

Сейчас иностранные компании не имеют права напрямую размещать свои акции на российских торговых площадках. Депозитарные

расписки же будут удостоверяют право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного эмитента.

Потенциальными эмитентами РДР могут быть:

- эмитенты стран СНГ;
- эмитенты стран дальнего зарубежья, владеющие активами в России;
- иностранные эмитенты, владеющие российскими активами, проводившие IPO за пределами Российской Федерации.

Появление РДР позволит вернуть на российский рынок ценные бумаги тех компаний, основные активы которых находятся в России, но которые в силу ряда обстоятельств размещались за рубежом.

В настоящее время листинг в России, в большинстве случаев, рассматривается эмитентами как необходимое условие для запуска программ депозитарных расписок (ADR/GDR), для привлечения иностранных инвесторов при IPO ценных бумаг внутри страны и т.д. Однако в процессе листинга и его поддержания эмитенты сталкиваются с массой вопросов, обусловленных отраслевой спецификой, составом акционеров, структурой органов управления и пр.

Специалисты РТС оказывают содействие при решении этих проблем, а также вопросов, связанных с размещением акций (включая проведение IPO), облигаций, инвестиционных паев на бирже.

Основными целями развития листинга на Фондовой бирже РТС являются:

- расширение спектра ценных бумаг и производных биржевых инструментов;
- содействие эмитентам в получении листинга в РТС для выхода на российский и международный рынки капитала.

На сайте Фондовой биржи РТС (<http://www.rts.ru>) функционирует специализированный раздел «Листинг», в котором представлены формализованные требования к каждому котировальному списку, перечень документов, необходимых для направления в Департамент листинга, а также законодательные и нормативно правовые акты, затрагивающие сферу обращения ценных бумаг и раскрытия информации эмитентами. Для удобства планирования листинга составлен план-график этой процедуры. Кроме того, в разделе «Листинг» помещены наиболее часто задаваемые вопросы эмитентов и ответы на них, статьи сотрудников Департамента листинга, а также публикация запросов РТС и полученные на них ответы уполномоченных органов.