

# Шлифовать? Сменить парадигму?

## Участники круглого стола НАУФОР обсуждают идеологию и организационные детали проходящей на Московской бирже реформы листинга

Исторически сложилось так, что в момент формирования российского рынка ценных бумаг многие эмитенты вышли на него в процессе приватизации. В результате они плохо понимали специфику публичного рынка. Подготовленная Московской биржей реформа листинга в первую очередь улучшает корпоративное управление. Но не только!

Участники: Сергей Мищенко (НПФ «Благосостояние»), Иван Максимов (Ассоциация по защите прав инвесторов), Екатерина Нагаева (Московская биржа), Антон Мальков (Сбербанк СИБ), Алексей Тимофеев (НАУФОР).

Модератор — Анна Кузнецова (Московская биржа).

**Алексей Тимофеев.** Мы собрались, чтобы обсудить реформу листинга, которую проводит Московская биржа. Это, на мой взгляд, чрезвычайно важное изменение рыночной среды и одна из наиболее долгожданных реформ, не менее важная, чем введение режима торгов T+2. Слово — Анне.

**Анна Кузнецова.** Для тех сотрудников Московской биржи, кто прежде работал на экс-ММВБ и экс-РТС, подготовленная сейчас Московской биржей реформа листинга — уже третья. Но она отличается от предыдущих. Потому что в предыдущие разы мы усовершенствовали уже существующую систему. А сейчас мы постарались отказаться от

многих сложившихся стереотипов и посмотреть на ситуацию с позиций иностранного и институционального инвестора.

Первое, что мы попытались сделать, это привести всю реформу в соответствие с лучшими международными практиками.

Мы начали этот проект в 2010 году с того, что задали целевой аудитории вопрос: какой подход мог бы быть правильным? Полученные ответы проанализировали. После проведенного анализа определились направления, которые необходимо было отразить в реформе. Самым главным моментом оказалось корпоративное управление. С него и хотелось бы начать сегодняшний разговор.

Очевидно, что в исторической перспективе российский рынок сформировался так, как он сформировался. Скажем, на лондонском рынке есть компании, которые прошли через публичное размещение 70 лет назад. Да и вообще во многих странах мира компании выходили на

публичный рынок тогда, когда им необходимо было найти финансирование. Размещение было решением владельцев бизнеса, его сутью было привлечение капитала в частную компанию. В России же получилось так, что практически все эмитенты акций пришли на биржу в результате приватизации. Многие даже не по своей воле, а по инициативе брокеров. Так возникли первые эмитенты российского рынка ценных бумаг.

Многие владельцы ценных бумаг, получившие бумаги в результате приватизации, вообще не понимали, что такое публичный рынок. Соответственно, многие решения в этих компаниях принимали менеджеры без учета интересов защиты прав инвесторов.

Поэтому со стороны Московской биржи многое в части реформы листинга было посвящено именно улучшению стандартов корпоративного управления. С одной стороны, пришлось увязать количество независимых директоров в компаниях с общим количеством директоров (например, два из семи или два из пятнадцати). С другой стороны, мы получили новые критерии для независимых директоров.

Я думаю, что в любом случае бирже придется совершенствовать процедуры листинга. Но, по крайней мере, существующий баланс в части корпоративного управления — это, как мне кажется, самое важное, чего позволяет достичь реформа сейчас. И, мне кажется, это по достоинству должны оценить как российские инвесторы, так и иностранные. Достигнутая сбалансированность интересов разных категорий инвесторов — это один из важных моментов реформы.





**Антон Мальков.** Действительно, нам во многом удалось поменять именно парадигму, потому что в предшествующих итерациях документов по листингу требования к корпоративному управлению были более формальными. Прежде эмитенты часто лишь ставили в соответствующих пунктах галочку — и двигались дальше. В предложенном варианте документа (который, может быть, не идеален) мы стремились сделать маленькую корпоративную революцию. И дальше его, этот вариант, шлифовать.

Проблемы корпоративного управления имеют не чисто правовой характер, это проблемы менталитета. А менталитет, как известно, по щелчку пальцев не меняется. Это процесс, который занимает определенное время.

Но действительно, если сравнивать нынешний вариант правил листинга с предыдущими версиями, то произошли серьезные изменения. И с точки зрения корпоративного управления, и с точки зрения сокращения линейки котировальных листов, и потому, что теперь у компании есть возможность сразу получить листинг в котировальном листе высшей категории, а не идти через промежуточные листы с последующим апгрейдом (что делает невозможным инвестирование в такие бумаги, например, пенсионных средств). В этом смысле, наверно, был сделан прорыв.

Еще одно существенное отличие от предшествующих итераций правил листинга было в том, что сейчас процесс взаимодействия с рынком стал более плотным. Раньше взаимодействие носило более кулуарный характер. Сейчас было очень много обсуждений с разными участниками рынка; имела место попытка найти баланс, компромисс, который устроит все стороны.

Любой компромиссный вариант, наверно, не идеален, но он зато учитывает интересы всех сторон.

Я как представитель инвестбанковского сообщества, который консолиди-

рует позицию всех инвестбанков, как председатель комитета по первичному рынку акций Московской биржи могу сказать, что получившимися документами я удовлетворен, наверное, на 99%. Хотя мне хотелось бы видеть не три котировальных листа, а два. Но, думаю, это вопрос времени. Однако то, что нам удалось поменять архитектуру, поменять философию листинга, — это безусловный прорыв в области регулирования. С этой точки зрения реформа листинга сопоставима и с появлением центрального депозитария, и с появлением формата расчетов T+, и с реформой эмиссии.

Многие внешние пользователи оценивают конечный продукт, не зная, как разработчики к нему пришли. А я как инсайдер понимаю, что мы могли «поскользнуться» не один раз, не два и не пять. Просто приведу пример. У нас было более чем массированное обсуждение введения требования минимальных спредов как критерия для делистинга. Возник целый комплекс вопросов — как это в целом соответствует мировой практике, кто будет все эти спреды считать, как вообще считать спреды, если имеет место двойной листинг (один не очень ликвидный, и тогда спреды шире, а второй весьма ликвидный, и соответственно, спреды уже). Слава богу, нам удалось перешагнуть через эту проблему и через целый ряд других проблем.

Резюмирую. И с точки зрения корпоративного управления, и в целом с точки зрения архитектуры новые правила листинга — это компромисс. Но это существенный прорыв, и полученные документы нужно будет доводить до ума путем шлифовки, но не путем полного переделывания.

**Анна Кузнецова.** (Обращается к Ивану Максиму.) Иван, а вы как оцениваете новые требования? И что планирует Ассоциация по защите прав инвесторов применительно к новым правилам листинга?

**Иван Максимов.** Вы с самого начала поставили вопрос ровно в той плоскости, которую я собирался затронуть.

Ассоциация по защите прав инвесторов занимается в основном корпоративными проблемами. И мы приветствуем изменения правил, поскольку они находятся, на наш взгляд, в связи с аналогичными изменениями в других аспектах корпоративных отношений. В частности, требования новой редакции листинга во многом совпадают с требованиями к независимым директорам, которые ставятся в новом Кодексе корпоративного управления. В прошлых редакциях листинга, как и прежнем варианте Кодекса, таких требований не было. Так что мы видим прорыв.

Сейчас мы находимся в ситуации, когда из многочисленных законодательных новаций складывается новое видение корпоративных отношений и новый порядок взаимодействия их участников. И мы рассчитываем на то, что по мере того, как будут проявляться последствия внедрения новых правил листинга, будет появляться и систематизироваться практика их применения, мы сможем использовать эту практику, этот опыт, в том числе при работе с независимыми директорами. Мы хотели бы участвовать в этом процессе.

**Алексей Тимофеев.** А можно ли сказать, что изменилась именно парадигма? Если я правильно понял мысль Анны, формирование принципов корпоративного управления в тех странах мира, где фондовый рынок формировался естественным образом, определялось сильными внутренними мотивами — спросом и конкуренцией за деньги. У нас же, в России, мы навязали и продолжаем навязывать эту идеологию сверху. Эмитенты всегда этому сопротивлялись.

Когда мы обсуждали альтернативный рынок — рынок для размещения маленьких компаний, то говорили о том, что, может быть, настоящие эмитенты, те, кому на самом деле нужны

деньги, именно там и появятся. И именно у этих компаний мы увидим очень сильную мотивацию к качественному корпоративному управлению и готовность идти навстречу инвесторам. Так вот изменилась ли парадигма на самом деле? Или мы продолжаем жить в прежней? И по-прежнему навязывать правила, в том числе в виде условий листинга? Я лично думаю, что парадигма не изменилась.

**Иван Максимов.** Парадигма вообще сложно реформируемая. Я работаю на фондовом рынке с 1993 года и хорошо помню борьбу, которую вел регулятор, тогда еще Комиссия по ценным бумагам, с целью изменения формирования.

Менталитет руководителя эмитента был такой: я директор, реестр у меня в сейфе, и я его никому не отдам. И было очень трудно заставить эмитента передать реестр, равно как и делиться текущей корпоративной информацией. Добровольно этого никто делать тогда не хотел. И понадобилось много лет и усилий для «воспитания» правильного понимания у директоров и контролирующих акционеров.

**Алексей Тимофеев.** Да, могу рассказать историю из реальной жизни, когда женщину, которую застали за изменением реестра акционеров спросили «кто вы?», она ответила — «я жена эмитента».

**Иван Максимов.** Было бы здорово, если бы процессы улучшения корпоративного управления происходили как бы «сами собой». Но у нас в распоряжении, наверно, нет такого количества времени, которое имелось у европейских стран, которые тоже совершенствовали эту систему много лет. В силу объективных причин мы, к сожалению, вынуждены этот промежуток времени не проходить, а пробегать. В этой связи приходится многих заставлять определенные вещи делать.

И в этом смысле хорошо, что правила листинга даже более действенны, чем Кодекс корпоративного управления.





Потому что кодекс представляет из себя рекомендательный документ, а правила листинга имеют директивный характер. Но оба этих документа работают в одном направлении.

**Анна Кузнецова.** Мне кажется, что менталитет начал меняться. По чему сужу? Я считаю, что реформа листинга проходит достаточно мягко. Это один из немногих нормативных актов последнего времени, который вводится с хорошим переходным периодом. Суть этого переходного периода заключается в том, что биржа, с одной стороны, одномоментно схлопнула количество котировальных списков и изменила архитектуру, а с другой стороны, мы повысили требования к эмитентам. При этом эмитентам дано два года для того, чтобы изменить свои внутренние процедуры, документы, процессы, подходы и так далее.

Что биржа в результате получила? Мы хотели, с одной стороны, ввести повышенные требования к листингу, с другой стороны, расширить количество бумаг, включенных в высший котировальный список. С моей точки зрения, мы достигли поставленных целей, потому что биржа увеличила количество бумаг в высшем котировальном списке, причем не только путем схлопывания списков в один, но и через привлечение новых эмитентов.

Благодаря реформе 17 новых компаний повысили уровень своего листинга до уровня А2, чтобы оказаться в высшем котировальном списке. Это крупные эмитенты, которые совершенно четко понимают, какова стоимость денег, что такое акционерный капитал, что такое долговой капитал. И эти эмитенты уже присутствуют в публичном пространстве — и в России, и на международных рынках, в том числе путем заимствования через механизмы публичного рынка. Эти эмитенты фактически добровольно взяли на себя обязательства повысить уровень своего корпоративного управления в течение двух лет. Это в принципе

говорит о самосознании, о том, что оно появляется.

Я считаю, что нам помогли изменения и в части инвестирования пенсионных денег: с этого года отменено требование о годовой безубыточности и введено требование о безубыточности пятилетней. Кроме того, в соответствии с регулированием пенсионные фонды могут инвестировать на рынок акций до 60% своих денег. Так что, мне кажется, что если учитывать все сказанное, то у компаний появляется большая мотивация.

**Сергей Мищенко.** Вы затронули интересный вопрос по поводу изменения парадигмы.

Действительно, старым компаниям, которые вышли на рынок, по сути, не по своей воле, сложно менять парадигму. Хотя некоторые политические обстоятельства через какое-то время, я думаю, заставят эмитентов обращать больше внимания на внутреннего инвестора. С этой точки зрения и роль НПФ тоже существенно повысится. У нас есть два пенсионных сегмента — накопления и резервы. Реформа листинга прежде всего затрагивает именно пенсионные накопления. Объем накоплений сейчас достаточно существенен для рынка. На данный момент это приблизительно триллион рублей, что составляет 23% от объема рынка корпоративных облигаций, 12% от капитализации внутреннего рынка акций. При этом очень интересна перспектива роста дальнейшего объема пенсионных накоплений. Если рост пенсионных резервов сейчас фактически замедляется, то накопления продолжают расти. В этой связи значимость попадания клиента в листинговый список высшего уровня будет увеличиваться, и у эмитентов станет больше мотивов, чтобы стремиться войти в этот список и соответствовать определенным требованиям.

Мне кажется, что это хороший побудительный мотив, который и мы как

инвесторы хотели бы использовать, чтобы донести до самих эмитентов свое видение того, что должен из себя представлять качественный эмитент. И наверно, лучший способ это сделать — требования к листингу. Уже проделана большая работа по улучшению качества корпоративного управления, но еще есть аспекты, которые можно улучшить. Хочу отметить, что листинг — наиболее технологичный и менее трудозатратный способ отранжировать эмитентов по качеству корпоративного управления и информационной открытости (два критерия, которые больше всего отражают риски инвестора при инвестировании в ценные бумаги эмитента). На Западе таких формальных критериев, как количество независимых членов в совете директоров или наличие кодексов корпоративного поведения, было бы достаточно. Но принимая во внимание наш менталитет, в России не всегда это работает. Формально эмитент может соответствовать даже новым требованиям листинга, которые нужно соблюдать, чтобы вступить в котировальный список высшего уровня, но на практике он может с легкостью нарушать права миноритария.

Поэтому несмотря на уже проделанный объем работы, одна из вещей, на которую хотелось бы обратить внимание, — это необходимость разработки дополнительных критериев листинга, учитывающих российские особенности. Разработка этих критериев, может быть, не есть вопрос ближайшего времени, но они имеют долгосрочную цель.

**Алексей Тимофеев.** Институциональные инвесторы всегда были главными движителями корпоративного управления. Я имею в виду пенсионные фонды, которые внесли, может быть, самый большой вклад в развитие корпоративного управления в мире. Я услышал, что кодекс корпоративного поведения по-прежнему формален и недостаточно устраивает инвесторов.

Ок! Может, должен появиться кодекс НПФов? Может, НПФы подумают, каким еще критериям должен соответствовать эмитент, чтобы они хорошо к нему относились? Если такие задачи будут спускаться на уровень саморегулирования, то заинтересованные компании будут осознавать себя способными повлиять на этот процесс, смогут дополнить сделанное правительством, Центральным банком (а до этого ФСФР как регулятором фондового рынка).

**Анна Кузнецова.** Мы готовы услышать дополнения к существующим критериям.

Могу сказать, что у Московской биржи подобный опыт был. Биржа в свое время вводила дополнительные требования для эмитентов облигаций, потому что требования регулятора были слишком низкими. В основу нового приказа регулятора уже были положены наши требования. Мне кажется, это был комфортный, мягкий способ ввести дополнительные критерии. Во-первых, правила можно поменять гораздо быстрее, чем нормативно-правовые акты. Во-вторых, мы смогли на практике попробовать эти критерии и потом уже установить их на уровне регулирования. Поэтому мы готовы услышать пожелания всех участников процесса.

**Антон Мальков.** Право не всеильно, как бы нам этого ни хотелось. И действительно наши проблемы лежат в области менталитета. Мы можем создать замечательную архитектуру, но, к сожалению, она не будет работать. Все знают о компании, которая в прошлом году попала в высший котировальный список, и формально у нее все было хорошо с корпоративным управлением. Но эта компания надела много шума в связи с тем, что она сделала большое поглощение и провела его, скажем так, не сильно в соответствии с ожиданиями публично-го инвестора. Частную компанию надо заставлять хорошо управляться через инвестиции. Когда у инвесторов проис-

ходит голосование ногами, то видно, что в компании сделано правильно, а что неправильно.

В прошлом году через эту же проблему прошел ряд частных компаний. Но все равно, наверное, тон должны задавать государственные компании. И следует сказать, что в России есть госкомпании, которые задают верный тон. И сама Московская биржа, и Сбербанк, в котором я работаю, ведут себя правильно с точки зрения корпоративного управления. Проблема в том, что многие госкомпании, которые системно значимы для публичного рынка, ведут себя описанным выше образом. То ли это просто часть ДНК, которую невозможно удалить, то ли это недостаточная уверенность. По крайней мере, об этом нужно говорить, это нужно объяснять, и эту парадигму нужно менять. Очень сложно заставить «частника» поменять менталитет, если само государство как собственник, у которого есть рычаг управления, не показывает пример своим поведением.

**Анна Кузнецова.** Тем не менее есть два аргумента против. Первый аргумент. Не включать компании в высший котировальный список, тем самым не позволяя инвестировать пенсионные накопления в эмитируемые ими ценные бумаги, было бы неправильно, потому что американские пенсионные фонды могут покупать компании, не включенные в высший котировальный список. Поэтому этот шаг я считаю правильным. Мне кажется, эмитенты дали этим согласие на то, что в течение двух лет они будут меняться.

А второй аргумент такой. Действительно нужно думать о способах решения названных задач. Я, например, помню, что где-то на границе 2011–2012 года была обратная ситуация, когда эмитенты с маленьким free float перед большими сделками осуществляли делистинг своих акций на Московской бирже. И при этом не особенно заду-

мывались, что будет с миноритарными инвесторами, которые находились в этих бумагах.

Регулирование тогда не говорило, каким образом поступать торговой площадке и оставляло полный маневр на усмотрение самой компании. В этот момент профсообщество поставило вопрос ребром, и биржа остановилась на следующем подходе. В правилах листинга биржи была установлена необходимость проведения обязательной оферты. Да, она может быть выполнена не по той цене, по которой хотели бы ее видеть инвесторы, но в итоге мы договорились, что эмитент, который хотел бы уйти с биржи, приходя на комитет по фондовому рынку, пояснял свою позицию, зачем он это делает, какое у него будет предложение относительно выкупа акций, по какой цене выкупа. Надо признать, неприятные вещи тогда говорили в лицо. Некоторых эмитентов, которые четко объясняли, что они делают и почему цена выкупа именно такая, отпускали легко. Некоторых эмитентов не отпускали. Некоторые приходили на комитет дважды и изменяли предыдущие предложения по цене.

И мне кажется, что этот открытый диалог по проблемной теме дал свои результаты. Потом эти нормы были заложены в регулирование в части обязательной оферты.

Можно говорить, что все плохо, а можно посмотреть с другой стороны и увидеть, что многие вещи меняются, и приложить усилия, чтобы сделать следующий шаг.

Мне кажется, что здесь есть еще одна проблема. Понятно, что и Московская биржа, и эмитенты, и консультанты, и юристы проделали большую работу на протяжении 2013–2014 года, чтобы мы оказались в той точке, в которой находимся сейчас, с точки зрения требований листинга. Но впереди не меньший путь, который предстоит пройти в течение двух лет. И на этом пути еще гораздо более важно не ошибиться.