

10.21. БИРЖЕВЫЕ СЕГМЕНТЫ ИННОВАЦИОННЫХ КОМПАНИЙ МАЛОЙ И СРЕДНЕЙ КАПИТА- ЛИЗАЦИИ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Федотов С.Н., аспирант кафедры
«Финансы и кредит»

*Всероссийская государственная
налоговая академия Минфина РФ*

Количество SME рынков в мире неуклонно растет. В 2007 году площадки для небольших быстро растущих компаний, чья деятельность связана с инновациями появляются и в России. Успешность подобных площадок напрямую связана соблюдением национальных интересов РФ, ведь механизм привлечения финансирования через фондовый рынок является одним из наиболее эффективных, а значит деятельность российских SME рынков будет способствовать ускоренному формированию инновационного сектора российской экономики. В настоящей статье исследуются особенности функционирования российских SME-рынков, проводится сравнительный анализ их привлекательности для потенциального эмитента.

Увеличение числа торговых площадок для компаний малой и средней капитализации является общемировой тенденцией, о чем свидетельствует тот факт, что с 2007 года их количество увеличилось более чем в полтора раза. В основном данный прирост был осуществлен за счет стран, чьи фондовые рынки традиционно принято относить к «развивающимся рынкам» (emerging markets). Среди наиболее ярких событий хочется особо отметить открытие бразильского Organized OTC market на BM&FBOVESPA, индийского Indonext на Bombay SE в 2008 году и китайского ChiNext на Shenzhen SE в 2009 г.

Целью данной статьи является изучение особенностей рынков для компаний малой и средней капитализации, динамики их развития, а также анализ основных характеристик российских рынков для компаний малой и средней капитализации с последующей оценкой их привлекательности для эмитента.

В классификации WFE (World Federation of Exchanges) рынки для компаний малой и средней капитализации именуется Alternative and SME (Small and medium enterprises) market. Обычно в мировой практике под SME рынком подразумевается торговая площадка, созданная в рамках крупной фондовой биржи, специально для торговли ценными бумагами компаний малой и средней капитализации, а также ценными бумагами фондов коллективных инвестиций, чьи средства инвестируются в ценные бумаги компаний малой и средней капитализации.

Само понятие SME сильно разнится в зависимости от биржи и ее локализации, однако, как правило, под ним подразумевается компания, чья капитализация не превышает 100 млн. долл., так средняя капитализация компаний торгующихся на SME рынках в начале 2010 года составляла 94,36 млн. долл. [5]. Ориентированные на небольших эмитентов, SME рынки обладают рядом отличительных особенностей:

1. Требования к капитализации эмитента существенно ниже чем на основных площадках, либо вообще отсутствуют.
2. Ограничения по сроку существования эмитента, количеству акций находящихся в свободном обращении минимальны.
3. Более высокий, по сравнению с основными площадками, уровень риска.

4. Относительно невысокий уровень ликвидности акций компаний, торгующихся на SME-сегментах.
5. Требования к раскрытию информации на SME рынках, как правило, существенно выше, чем аналогичные требования, на основных площадках. Например, администрация LSE AIM требует от эмитента предоставление так называемого «Разрешительного документа» (Admission document) который в обязательном порядке содержит:
 - данные об эмитенте, его активах и обязательствах, сфере деятельности, прибылях и убытках, администрации, менеджменте, этапах развития компании и ее планах;
 - оценку факторов риска;
 - сведения о заключенных (блокированных) соглашениях сведения о директорах компаний, их привлечении к административной и иной ответственности;
 - сведения о задолженности компании на сумму более 18 тыс. долл. в отношении любых лиц;
 - сведения о лицах, владеющих 3% и более акций компании;
 - сведения о наиболее крупных контрактах и клиентах;
 - бизнес-план компании.
6. Наличие института специализированных организаций-посредников, с одной стороны оказывающих эмитенту помощь в предоставлении документов, требуемых администрацией биржи, и проведение самого размещения, с другой контролирующих своевременное и регулярное раскрытие необходимой информации, проверяющей соответствие компании-эмитента нормам существующего законодательства и правилам биржи, гарантируя их соблюдение. На разных рынках такие посреднические структуры называются по-разному, на LSE AIM – Номады (Nomad, Nominated Advisers), на TSX Venture и ChiNext – Спонсоры (Sponsors), на РИИ ММББ Листинговые агенты, однако выполняемые ими функции, в целом, весьма схожи.
7. Стоимость проведения размещения на SME площадках как правило, существенно ниже, чем на основном рынке, например размещение на основном рынке канадской Toronto Stock Exchange обойдется эмитенту примерно от 485 до 1 050 тыс. долл. не считая услуг андеррайтера, в то время как на TSX Venture всего от 107,5 до 215 тыс. долл.

Благодаря указанным особенностям, рыночные сегменты для компаний малой и средней капитализации позволяют одновременно решать целый комплекс задач:

- стимулировать рост и развитие малого и среднего бизнеса, предоставляя ему возможность привлечения денежных средств через биржу;
- способствовать разработке и внедрению инновационных технологий, через обладающие наибольшим инновационным потенциалом венчурные компании
- создать дополнительный источник прибыли для фондовой биржи в виде комиссий и сборов.

Перспективность существования подобных сегментов четко осознается ведущими мировыми фондовыми биржами, и как следствие резко активизируется процесс их создания с середины 90-х годов. Невзирая на Азиатский финансовый кризис 1997, кризис Dot-com'ов 2000, мировой финансовый кризис 2008 их число неуклонно растет. За последние 14 лет количество рынков для компаний малой и средней капитализации и рынков альтернативных инвестиций в мире выросло с 16 в далеком 1998 до 38 к концу 2009 года.

В настоящее время рынки для компаний малой и средней капитализации опережают основные площадки по темпам роста числа компаний, включенных в котировальные списки. Так, за последние 15 лет количество компаний,отируемых компаний на SME рынках, увеличилось практически в четыре раза – с 1964 в начале 1996 до 7 296 в начале 2010, В то время как аналогичный показатель для основных площадок вырос за тот же временной период «всего» на 70% с 31 962 до 45 358 компаний [5].

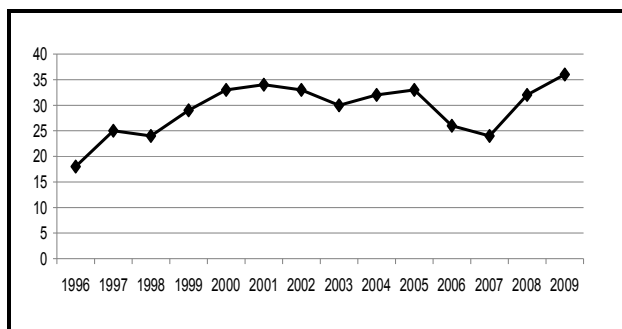


Рис. 1. Динамика численности рынков для компаний малой и рынков альтернативных инвестиций с 1996 г. по конец 2009 г.

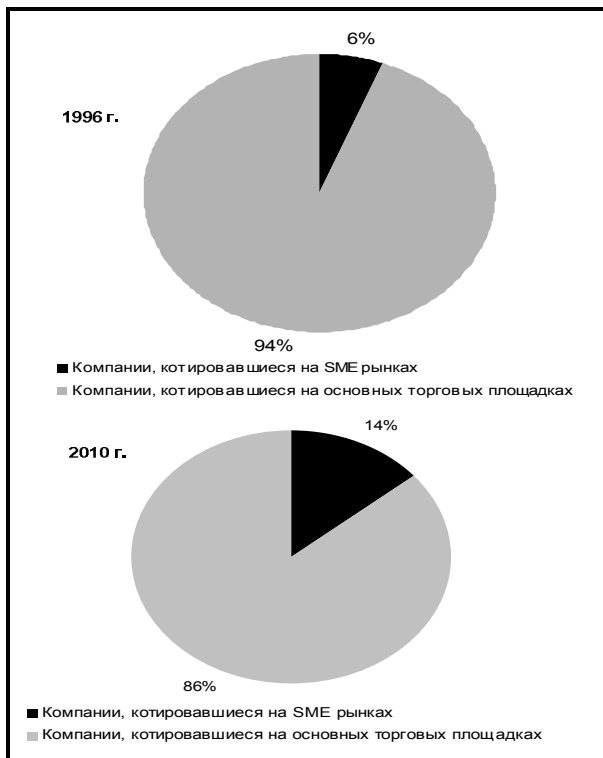


Рис. 2. Доли компаний торговывшихся на SME рынках и на основных торговых площадках в общем числе компаний, чьи акции обращались на фондовых биржах в 1996 г. и 2010 г.

Растет и доля компаний торгующихся на SME рынках в общем числе компаний, чьи акции котируются на фондовых биржах. Рис. 2, показывает ее динамику за последние 15 лет.

Темпы роста рыночной капитализации SME площадок значительно превышают темпы роста основных рынков, так за период с 1996 по 2010 гг. среднегодовое значение этого показателя для SME рынков составило 13,05%, а у основных площадок почти в два раза меньше – всего 7%. Крупнейшие SME сегменты традиционно находятся на ведущих мировых фондовых биржах, таких как London Stock Exchange, Nasdaq OMX, SIX Swiss Exchange и Tokyo Stock Exchange. Однако последние несколько лет наблюдается начало перелома данной тенденции. Активизировался процесс создания подобных площадок и на фондовых биржах стран с «развивающейся экономикой». Причем

торговые площадки для компаний малой и средней капитализации, созданные на биржах этих стран, показывают впечатляющие темпы развития. Так, недавно открытые Organized OTC market (2008 г.) на бразильской BM&FBOVESPA и ChiNext (2009 г.) на китайской Shenzhen SE, уже уверенно теснят на биржевом олимпе европейских и американских гигантов, сходу заняв 6 и 7 места в списке крупнейших SME рынков по рыночной капитализации, как показано в табл. 1.

Таблица 1

КРУПНЕЙШИЕ ПО РЫНОЧНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ SME РЫНКИ НА НАЧАЛО 2010 г.

Млн. долл.

№	Название биржи	Название SME рынка	Рыночная капитализация
1	SIX Swiss Exchange	SPI EXTRA (small-and mid-cap sector)	202 099,00
2	London SE	AIM	91 445,20
3	Korea Exchange	Kosdaq	73 938,30
4	Nasdaq OMX	Nasdaq Capital Market	47 782,00
5	TSX Group	TSX Venture	34 624,20
6	BM&FBOVESPA	Organized OTC market	26 922,60
7	Shenzhen SE	ChiNext	23 584,00
8	Tokyo SE Group	Mothers	15 939,00
9	Hong Kong Exchanges	Growth Enterprise Market	13 545,90
10	Deutsche Börse	Entry Standard	12 076,50

Идея создания торговой площадки, для небольших, динамично растущих инновационных компаний получила развитие и в России. Так еще в июле 2004 года в Москве была учреждена «Фондовая Биржа Высоких Технологий» (ФБВТ), однако полноценные торговые площадки потенциально интересные инновационным компаниям малой и средней капитализации были созданы на двух ведущих российских фондовых биржах РТС и ММВБ лишь в 2007 г. Первым, в январе 2007 г., был создан сегмент RTS START на второй по величине российской фондовой бирже. Следует отметить, что руководство РТС не позиционирует новую площадку, как предназначенную в первую очередь для высокотехнологичных эмитентов. Сегмент ориентирован на компании малой и средней капитализации в целом.

Это ясно видно из декларируемых им целей создания RTS START:

- увеличить количество обращаемых на российском рынке ценных бумаг;
- предоставить возможность небольшим, динамично развивающимся компаниям создать и повысить капитализацию;
- обеспечить возможность привлечения капитала в реальный сектор экономики с помощью фондового рынка [2].

Сегмент RTS START отличается на редкость «демократичными» требованиями к объему выпуска (для облигаций) и капитализации (при эмиссии акций) (как представлено на рис. 3), что, однако, компенсируется более жесткими, чем на основном рынке требованиями к раскрытию информации. Необходимо предоставление таких дополнительных документов, как Аналитический отчет и Экспертное заключение:

- Аналитический отчет должен содержать информацию о финансово-экономическом состоянии эмитента и факторах риска, краткую характеристику рынка/отрасли, в которой работает эмитент, оценку справедливой цены включаемых в RTS START ценных бумаг, а также дополнительную информацию. Аналитический отчет представляется либо Уполномоченный финансовый консультант, либо маркет-

мейкером, в случае отсутствия договора с УФК (для Внебиржевых ценных бумаг при вторичном обращении).

- Экспертное заключение предоставляется эмитентом в РТС соответствующей профильной организации по инвестиционному проекту, требующему привлечения капитала (необходимо для эмитентов, занимающихся научно-технической деятельностью либо осуществляющих свою деятельность с использованием прикладных научных исследований).

Таблица 2

ТРЕБОВАНИЯМИ К ОБЪЕМУ ВЫПУСКА (ДЛЯ ОБЛИГАЦИЙ) И КАПИТАЛИЗАЦИИ (ПРИ ЭМИССИИ АКЦИЙ) RTS START

Градация требований	Требования к объему выпуска облигаций	Требование к капитализации эмитента акций
Минимальные	Нет ограничений	Нет ограничений
Максимальные	500 млн. руб.	5 млрд. руб.

Кроме того, обязательным является наличие таких участников рынка как маркет-мейкер (на основном рынке он требуется только для котировальных списков «В» и «И») и уполномоченный финансовый консультант (на основном рынке только для котировального списка «И») [3].

Согласно «Правилам допуска ценных бумаг к торгам ОАО «РТС»», Уполномоченный финансовый консультант (УФК)- профессиональный участник рынка ценных бумаг, имеющий лицензию на осуществление брокерской и/или дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, получивший уведомление ФКЦБ России/ФСФР России о соответствии требованиям законодательства и нормативных правовых актов ФКЦБ России/ФСФР России для оказания услуг финансового консультанта на рынке ценных бумаг, принявший на себя обязательства, установленные Правилами допуска ценных бумаг к торгам, договором с эмитентом и аккредитованный биржей в соответствии с установленным ею порядком. На сегодняшний день фондовой бирже РТС аккредитовано 28 УФК.

Маркет-мейкер – участник торгов Биржи, заключивший с РТС либо с РТС и эмитентом ценных бумаг договор о выполнении обязательств маркет-мейкера.[4]

К обязанностям маркет-мейкера относятся:

- обеспечение ликвидности ценных бумаг эмитента на вторичном рынке посредством поддержания двусторонних котировок в пределах заданного спреда на определенном временном отрезке периода торговой сессии;
- оказание услуг по процедурам включения и поддержания ценных бумаг эмитента в Котировальных списках РТС;
- незамедлительное информирование эмитента о случаях, препятствующих, делающих невозможным или освобождающих маркет-мейкера от выполнения своих обязательств.

На уполномоченного финансового консультанта возлагаются следующие функции:

- обеспечение своевременного и полного раскрытия информации на постоянной основе в течение всего срока обращения ценных бумаг в RTS START;
- подписание последнего ежеквартального отчета эмитента (в случае допуска ценных бумаг к торгам); представление в РТС Аналитического отчета, содержащего
- информацию о финансово-экономическом состоянии эмитента и факторах риска; краткую характеристику рынка / отрасли, в которой работает эмитент; оценку справедливой цены включаемых в RTS START ценных бумаг, а также дополнительную информацию по усмотрению УФК.

Только за первые полгода года функционирования площадки на RTS START провели размещение 6 компаний малой и средней капитализации:

- ОАО «БФ «Коммунар» – 29.01.2007 (целлюлозно-бумажная промышленность) капитализация на момент размещения 6.95 млн.долл., или 184,5 млн. руб. соответственно;
- ОАО «Косогорский металлургический завод»- 20.02.2007 (черная металлургия) капитализация на момент размещения 74,2 млн. долл. или 1,9 млрд. руб. соответственно;
- ОАО «Сибирский горно-металлургический альянс»- 01.03.2007 (горнодобывающая промышленность) капитализация на момент размещения 36,3 млн. долл. или 947,4 млн. руб. соответственно;
- ОАО «АРМАДА» 26.07.2007- капитализация на момент размещения 179 млн. долл. или 4,56 млрд. руб. соответственно (ИТ технологии);
- ОАО «Нефтекамский автозавод» 19.04.2007 (автомобилестроение) 120,5 млн. долл. или 3 млрд. руб. соответственно;
- ОАО «Электроцинк» 30.05.2008 (цветная металлургия) 120,7 млрд. долл. 2,8 млрд. руб. соответственно.

Однако в дальнейшем поток размещений иссяк, и прогнозируемый аналитиками бум SME IPO на RTS START так и наступил. Несмотря на гибкость и «демократичность» требований к эмитентам RTS START, с мая 2008 года в этом секторе не было проведено ни одного размещения [4].

Из 6 компаний проводивших размещение на RTS START к инновационным можно отнести лишь ОАО «Армада» – российскую ИТ-компанию, предоставляющая услуги в области информационных технологий (образована в 2007 году, путем выделения ИТ-бизнеса из группы компаний РосБизнесКонсалтинг).

В январе 2008 года акции ОАО «Армада» переводятся из RTS START в торги ОАО «РТС». Таким образом, число компаний котирующихся на RTS START сокращается до 5.

Как мы видим, несмотря на потенциальную привлекательность для небольших инновационных компаний (отсутствие минимальных требований по капитализации и удобную инфраструктуру) высокотехнологичные компании не торопятся проводить IPO на RTS. К сожалению нельзя говорить о стремительном росте числа IPO компаний малой и средней капитализации, деятельность которых не связана с инновациями.

Практически одновременно с PTS START – в июне 2007 года на фондовой бирже ММББ появился сектор, предназначенный для компаний малой и средней капитализации. Следует отметить, что ММББ изначально определяет ориентированность своего сектора именно на инновационные компании, о чем свидетельствует и само название – Сектор ИРК (Инновационных и Растущих компаний).

Целями проекта создания специального Сектора ИРК являлись:

- формирование условий для эффективного привлечения инвестиций в инновационный и быстро растущий сектор экономики компаниями малого и среднего бизнеса;
- создание предпосылок для массовых IPO этих компаний;
- решение задач венчурного финансирования в стране (через механизм exit);
- предотвращение ухода компаний малой и средней капитализации на зарубежные площадки [5].

Сектор ИРК предназначен для доступа на рынок компаний с относительно невысокой капитализацией. При создании площадки к обращению допускались лишь бумаги компаний, чья капитализация была не менее 100 млн., но и не более 5 млрд. руб. Достаточно низкие требования к капитализации эмитента, компенсировались действующими в Секторе жесткими требованиями по информационной открытости. Так, помимо стандартного (для Котировальных списков или Переч-

ня внесписочных ценных бумаг) набора документов, сведений и информации компания была обязана предоставить через Биржу инвесторам ряд дополнительных документов:

- инвестиционный меморандум, в котором более полно и неформально (в отличие от жестко заданных стандартов проспекта эмиссии и решения о выпуске) раскрывается информация о финансово-хозяйственной деятельности компании (предоставляется на этапе проведения размещения в Секторе);
- корпоративный календарь, раскрывающий для инвесторов годовой событийный ряд компании – эмитента;
- заключение листингового агента, содержащее обоснование оценки капитализации эмитента.

Приоритет при допуске эмитента в сектор получают компании, осуществляющие хозяйственную деятельность в передовых, высокотехнологичных областях: в сфере телекоммуникаций, в производстве программного обеспечения, интернет- и биотехнологий, НИОКР, а также в отраслях, связанных с реализацией национальных проектов. Дополнительным критерием допуска являлся рост выручки не менее чем на 20% в год. Основные условия включения той или иной компании в сектор ИРК: период ее существования, структура акционеров и капитализация [6]. В сектор могут быть включены акции и корпоративные облигации компаний и паи ПИФов. Сектор обслуживает существующая инфраструктура Группы ММВБ: на Фондовой бирже ММВБ происходит первичное размещение и вторичное обращение ценных бумаг, а клиринг и расчеты осуществляет межрегиональная расчетнодепозитарная и клиринговая часть инфраструктуры Группы ММВБ.

На ИРК существует и свой аналог Уполномоченных финансовых консультантов РТС. Им является институт листинговых агентов – организаций, которые, имея официальный статус, становятся проводником для инновационных и растущих компаний на Фондовую биржу ММВБ.

Наличие участника рынка, комплексно решающего задачи по обеспечению процесса раскрытия компанией информации о своей деятельности и ее достоверности, осуществлению подготовки необходимого комплекта документов, оказанию услуг финансового и юридического консалтинга, услуг в области PR – акций и маркетинга финансовых продуктов характерно для многих рынков предназначенных для компаний малой и средней капитализации.

Появившись на лондонском AIM в 1995 году, он получил широкое распространение. В первую очередь целью существования подобного институционального посредника является перераспределение рисков. Так, полная и достоверная информация о компании-эмитенте помогает снизить риски потенциального инвестора.

Оказание услуг юридического и финансового консалтинга, помощь в организации PR – акций и маркетинг финансовых продуктов снижает уже риск эмитента провести провальное IPO.

Кроме того, УФК или листинговый агент разделяет с биржей ответственность в связи с возможным недостоверным или неполным предоставлением эмитентом необходимой информации. Во-вторых, профессионализм институционального посредника позволяет экономить время и трудовые ресурсы как компании эмитента, так и самой биржи, способствуя успешности будущего размещения.

На ММВБ листинговые агенты призваны выполнять следующие функции [1], представленные на рис. 3.

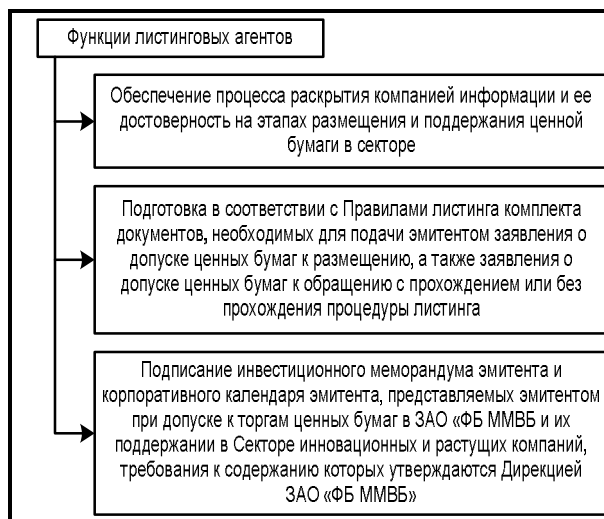


Рис. 3. Функции листинговых агентов ММВБ

Как показывает рис. 3, функции листинговых агентов сектора ИРК во многом перекликаются с функциями УФК на РТС. Как и УФК, Листинговые агенты проходят на бирже процедуру аккредитации. Для получения аккредитации они должны удовлетворять определенным требованиям и предоставить бирже заявление по Форме, документы юридического лица, письмо с описанием опыта своей деятельности в сфере корпоративного финансирования, публичного размещения акций (IPO), управленческого, юридического, налогового и аудиторского консультирования, содействия в области PR-акций и маркетинга финансовых продуктов, аналитической поддержки эмитентов, письмо о неприменении мер административной ответственности за правонарушения в области рынка ценных бумаг и рекомендацию от листингового агента или члена Экспертного совета.

Аккредитация Листинговых агентов осуществляется сроком на 1 год (стоимость 60 000 руб.), который может быть затем продлен до 2 лет (стоимость 50 000 руб.). Требования к листинговым агентам представлены на рис. 4.



Рис. 4. Требования к листинговым агентам

На бирже ведется в электронной форме реестр аккредитованных организаций, в котором содержится

информация о всех организациях, получивших аккредитацию, сведения о продлении аккредитации (об отказе в продлении аккредитации), а также о досрочном прекращении аккредитации. Реестр аккредитованных организаций раскрывается на странице Фондовой биржи ММВБ в сети Интернет. В настоящее время аккредитовано 37 листинговых агентов [1]. Первоначально ИРК был даже менее успешен, чем РТС START. Так, за первые полтора года в секторе ИРК было проведено всего 4 размещения:

- ЗПИФ «ФИНАМ – ИТ» 14 июня 2007 г. (инвестиции в IT компании) СЧА на момент размещения 1,6 млрд. руб. объем размещения 501 млн. руб.;
- ОАО «Армада» 31 июля 2007 объем размещения 760 млн. руб. капитализация на момент размещения 4,56 млрд. руб.;
- ОАО «О2ТВ» (масс-медиа) объем размещения 130 млн. капитализация на момент размещения 1,3 млрд. 25 июля 2008 г.;
- ОАО «НЕКК» (химия) объем размещения 130 млн. капитализация на момент размещения 590 млн. 8 апреля 2009 г.

Однако в конце 2009 г. ситуация изменилась. В декабре 2009 г. состоялось открытие торгов на Рынке инноваций и инвестиций – новом секторе ММВБ. Сектор был создан ЗАО ММВБ совместно с РОСНАНО. Председателем координационного совета РИИ ММВБ стал Анатолий Борисович Чубайс. Предшественник Рынка инноваций и инвестиций – ИРК входит в его состав в качестве одного из структурных элементов. Действуя в соответствии с принятой правительством РФ «Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 г.», в частности теми ее положениями где говорится о необходимости перехода к инновационному типу развития, РОСНАНО видит в, создаваемом совместно с ММВБ, Рынке инноваций и инвестиций средство реализации следующих своих бизнес-интересов (рис. 5).

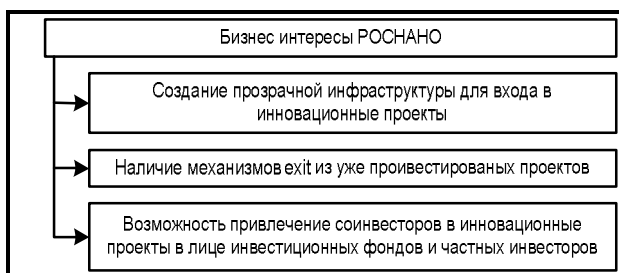


Рис. 5. Бизнес интересы РОСНАНО

Сообразно данным бизнес-интересам, ММВБ и РОСНАНО определены цели функционирования Рынка инноваций и инвестиций:

- создание прозрачного механизма привлечения инвестиций в высокотехнологический сектор экономики России;
- выстраивание инвестиционной цепочки: от финансирования инновационных компаний на ранней стадии до подготовки их к выходу на IPO;
- развитие концепции государственно-частного партнерства.

Как мы видим, цели во многом перекликаются с целями создания ИРК. Тем не менее, одной лишь инфраструктуры ИРК оказалось недостаточно для их реализации. В связи с этим, РИИ обладает более сложной по сравнению с ИРК структурой, дифференцированной в зависимости от степени зрелости и капитализации эмитента, а также типа инвесторов, средства которых планирует привлечь эмитент:

- Сектор ИРК – Эмитент может проводить публичные размещения (IPO/SPO); ценные бумаги компании могут быть допущены ко вторичному обращению во всех режимах

торгов на ФБ ММВБ; доступны все типы инвесторов, осуществляющие операции на ФБ ММВБ.

- ИРК-2 – Сектор создан для молодых компаний, не готовых к проведению полноценного IPO. По сути это режим для проведения частных размещений с использованием биржевых технологий и листинга. Вторичное обращение осуществляется среди квалифицированных инвесторов в рамках торговых технологий, ориентированных на торговлю крупными пакетами (в Режиме Переговорных Сделок (РПС). Круг инвесторов: управляющие компании, хедж-фонды, ориентированные на венчурные компании, а также квалифицированные частные инвесторы с капиталом от 1 млн. руб., признанные КИ в порядке, утвержденном законодательством.
- Информационный board – web-ресурс, направленный на создание механизмов привлечения инвестиций инновационными компаниями на ранних стадиях развития. В рамках ресурса, «покупатели» (фонды, инвестиционные компании, банки, частные инвесторы) и «продавцы» (фонды, инвестиционные компании, банки и сами эмитенты) могут размещать предложения о продаже доли в компании / проекте и устанавливать контакты для совершения сделок.

В целях повышения привлекательности для потенциального эмитента руководство ММВБ последовательно снижает требования в сегменте ИРК к капитализации и раскрытию эмитентом информации. На сегодняшний день капитализации эмитента для включения в ИРК должна составлять не менее 50 млн. руб. и не более 15 млрд. руб. Так же упразднено требование о предоставлении эмитентом корпоративного календаря и о росте выручки не менее 20% в год. Требование о формировании существенной части выручки эмитента за счет осуществления им хозяйственной деятельности в отраслях, связанных с применением инновационных и высоких технологий осталось неизменным.

Следствием вышеописанных нововведений стало резкое увеличение интереса эмитентов к сектору РИИ ММВБ. Менее чем за год с момента открытия РИИ ММВБ на рынок выходят 5 новых компаний и 4 паевых инвестиционных фонда:

- ОАО «ИСКЧ» 10 декабря 2009 (биотехнология) капитализация на момент размещения 712,5 млн. руб. объем размещения 142,5 млн. руб.;
- ОАО «ДИОД» (разработка и выпуск натуральных нелекарственных и лекарственных препаратов, лечебной активной косметики, медицинской и экологической техники) 23 июня 2010 капитализация на момент размещения 2,97 млрд. рублей, объем размещения 297,38 млн. руб.;
- ОАО «Русские Навигационные Технологии» 7 июля 2010 года (системы спутникового мониторинга) капитализация на момент размещения 1,3 млрд. руб. объем размещения 300 млн. руб.;
- ОАО «Фармсинтез» (разработка и выпуск лекарственных препаратов) 24 ноября 2010 года капитализация на момент размещения 1, 716 млрд. руб., в ходе размещения привлечено 528 млн. руб.;
- ОАО «Донской завод радиодеталей» (электротехника) 30 декабря 2010 года. 1, 195 млрд. руб.;
- ЗПИФ «Региональный венчурный фонд инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере Воронежской области», УК «Сберинвест».;
- ЗПИФ «Региональный венчурный фонд инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере Челябинской области», УК «Сберинвест».;
- ЗПИФ «Региональный венчурный фонд инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере Республики Башкортостан», УК «Сберинвест».;
- ЗПИФ «Региональный венчурный фонд инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере Калужской области», УК «Сберинвест».;

PTC START и РИИ ММВБ во многом похожи. Подобное сходство вызвано прежде всего тем, что оба сектора были созданы по образу и подобию LSE AIM, с некоторой адаптацией под реалии российской действительности. Институты уполномоченных финансовых консультантов PTC START и Листинговых агентов РИИ ММВБ без сомнения образованы под влиянием Номэдов LSE AIM. Дополнительные требования к раскрытию информации эмитента имеют тоже происхождение.

Впрочем, большинство существующих в настоящее время SME рынков в той или иной мере используют модель AIM, в их числе и польский NewConnect, канадский TSX Venture и даже китайский Chinnext, так как за долгие годы существования она доказала свою эффективность, а сам LSE AIM по праву считается одним наиболее успешных рынков для компаний малой и средней капитализации.

В тоже время привлекательность PTC START и РИИ ММВБ в глазах потенциального эмитента существенно отличается.

На первый взгляд PTC START представляется более интересным для проведения размещения небольшой компании. Тут отсутствуют требования к минимальной капитализации, нет и обязательного для РИИ ММВБ требования о формировании существенной части выручки эмитента за счет деятельности в инновационных отраслях экономики.

Словом, преимущества над более формализованной ММВБ очевидны.

Затраты же на проведение размещения, как следует из рис. 6, примерно одинаковы:

RTS START	Статьи расходов	ИПК ММВБ
Консультанты	60-130 (финансовый консультант)	60-130 (листинговый агент)
Юридическая поддержка	40-150	40-150
Привлеченные расходы	60-150	60-150
Услуги андеррайтера в % от объема привлеченных средств	2-5	2-5
Вступительный взнос	До 2,0	до 2,3
Привлеченные расходы	20-40	20-40

Рис. 6. Затраты по проведению IPO на RTS START и ИПК ММВБ

Однако анализ практики размещений в данных секторах показывает, что эмитенты предпочитают проводить размещения на РИИ ММВБ. Тому есть несколько причин:

- ММВБ существенно превосходит PTC по объему торгов акциями. Так этот показатель для ММВБ по итогам 2010 года составил 30,1 трлн. в то время как объем торгов на PTC – всего 4,7 трлн. При примерном паритете количества компаний котирующихся на PTC и ММВБ и их капитализации 28 604.59 млрд. и 30 472 млрд. руб. соответственно, это говорит о большем уровне ликвидности на ММВБ, а значит о его большей привлекательности РИИ ММВБ для эмитента.
- Государственная поддержка РИИ ММВБ, ведь рынок создавался с РОСНАНО, а председателем координационного совета РИИ ММВБ входит Анатолий Борисович Чубайс. Кроме того в предложениях в Правительство Российской Федерации по вопросу о государственной поддержке первичного размещения акций частными предприятиями на Московской межбанковской валютной бирже в интересах реализации инвестиционных проектов инновационной на-

правленности, подготовленных Минэкономразвития, прямо сказано что получение листинга на РИИ ММВБ позволяет эмитенту рассчитывать на компенсацию части расходов на размещение при этом о PTC START ни говорится ни слова. Что и не удивительно, ведь контрольный пакет акций ММВБ принадлежит государству напрямую либо через аффилированные структуры, а контрольный пакет акций PTC – коммерческим организациям.

- Более активная маркетинговая компания РИИ ММВБ. РИИ ММВБ намного чаще упоминается в средствах массовой информации и специализированных профессиональных изданиях, чем PTC START.

Таким образом, РИИ ММВБ обладает существенно более высокой, чем PTC START, привлекательностью для эмитента, о чем красноречиво свидетельствует соотношение количества торгующихся компаний: 5 на PTC START против 13 на ММВБ.

Литература

1. Астерина М. Сектор ИПК: удачная премьера [Текст] / М. Астерина // Биржевое обозрение. – 2007 – №8. – С. 4-5.
2. NASDAQ Composite (IXIC) Historical Stock Prices [Электронный ресурс]: официальный сайт. – Режим доступа: http://www.nasdaq.com/asp/historical_quotes.aspx?symbol=IXIC&selected=IXIC.
3. Деришева О.Б. RTS START – стартовая площадка PTC для российских компаний малой и средней капитализации [Текст] / О.Б. Деришева, А.Б. Федоров // Рынок ценных бумаг. – 2007. – №12. – С. 55-59.
4. RTS START Инструменты [Электронный ресурс]: официальный сайт. – Режим доступа: <http://www.rts.ru/rtsstart/securities.html>
5. World Federation of Exchanges Статистика [Электронный ресурс]: официальный сайт. – Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/statistics/>
6. WSE NewConnect Рыночная статистика за 2010 год [Электронный ресурс]: официальный сайт. – Режим доступа: http://www.newconnect.pl/index.php?page=market_statistics_annual

Ключевые слова

SME рынки; инновационные компании; фондовый рынок; российские SME площадки; привлекательность для эмитента; характеристики SME рынков; PTC START; РИИ ММВБ; листинговый агент; уполномоченный финансовый консультант.

Федотов Семен Николаевич

РЕЦЕНЗИЯ

Рецензируемая статья освещает очень важные вопросы развития российского рынка ценных бумаг, поскольку важнейшей задачей финансовой политики государства на современном этапе является выработка направлений и создание условий для привлечения финансовых средств в различные сферы экономики для реализации государственной инновационной стратегии. В этих условиях анализ возможностей привлечения финансирования российскими компаниями малой и средней капитализации на рынке ценных бумаг свидетельствуют об актуальности рассматриваемых проблем. Следует отметить достаточно интересное освещение автором вопроса о новых для нашего рынка возможностях, позволяющих осуществлять заимствования на фондовом рынке тем компаниям, которые раньше не имели такой возможности в силу специфики своего бизнеса. Представляет несомненный интерес анализ особенностей функционирования таких биржевых сегментов российского рынка ценных бумаг, как сектор инновационных и растущих компаний и сравнение привлекательности для эмитентов подобных сегментов на различных биржах не только российского, но и зарубежных рынков. На наш взгляд, к наиболее важным выводам можно отнести такие положения статьи, как анализ перспектив развития подобных биржевых секторов, а также обоснование комплекса задач, решаемых малыми и средними компаниями на данных сегментах российского фондового рынка. В этой связи необходимо отметить научный интерес и практическую значимость предлагаемых автором статьи выводов, обоснованных анализом состояния и особенностей секторов альтернативных инвестиций на российском фондовом рынке для инновационного развития российской экономики.

Статья рекомендуется для опубликования в открытой печати.
Юткина Т.Ф., д.э.н., профессор, кафедры «Бухгалтерского учета»
Всероссийской государственной налоговой академии Минфина РФ

10.21. MARKETS FOR INNOVATIVE SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES ON RUSSIAN STOCK EXCHANGES

S.N. Fedotov, Graduate Student,
of «Finance and Credit» Department

*All-Russia State Tax Academy of the Ministry
of Finance of the Russian Federation*

Number of SME markets in the world is growing steadily. In 2007, markets for small, fast growing companies whose activities are connected with innovations was open in Russia. The success of such markets is directly linked to compliance with the national interests of the Russian Federation, because a mechanism of mobilization financing through the stock market is one of the most effective, and therefore the activity of Russian SME markets will help accelerate the creation of innovative sector of the Russian economy. In this paper, we investigate features of functioning of the Russian SME-market, a make comparative analysis of their attractiveness to potential issuers.

Literature

1. «Exchange Review» – Journal-№8 (46), 2007 M. Acterina «IRK sector: successful premiere».
2. NASDAQ Composite (IXIC) Historical Stock Prices [Electronic resource]: official website. – Mode of access:http://www.nasdaq.com/aspx/historical_quotes.aspx?symbol=IXIC&selected=IXIC
3. «Stock market»- Journal- № 12 (339) O. Derisheva, A. Fedorov «RTS START Way to the stock exchange for SME»
4. RTS START Tools [Electronic resource]: official website .- Mode of access: <http://www.rts.ru/ru/rtsstart/securities.html>
5. World Federation of Exchanges statistics [Electronic resource]: official website .- Mode of access:<http://www.world-exchanges.org/statistics/>
6. WSE NewConnect Market statistics – Annual 2010 [Electronic resource]: official website. – Mode of access:http://www.new-connect.pl/index.php?page=market_statistics_annual

Keywords

SME markets; innovative companies; the stock market; the Russian SME markets; at-attractiveness for the issuer; the characteristics of SME markets; RTS STAR