

10.15. СПОСОБЫ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ RTS START И РИИ ММВБ, ПОСРЕДСТВОМ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ОПЫТА ВЕДУЩИХ SME (SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES MARKET) МИРОВЫХ РЫНКОВ

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

*Всероссийская государственная
налоговая академия Министерства финансов РФ*

(Окончание, начало в №6 за 2011 г.)

Необходимо отметить, что в день подписи первой части настоящей статьи в печать (19.12.2011 года) произошло слияние фондовых бирж ММВБ и РТС, в ходе которого была образована единая биржа ОАО ММВБ-РТС. Администрация новой биржи сочла Рынок Инноваций и Инвестиций (РИИ) более перспективным, и приняла решение о прекращении существования сегмента RTS START. Однако предлагаемые в данной статье способы повышения эффективности функционирования, посредством использования опыта ведущих мировых SME-рынков, несмотря на изменение конъюнктуры не утратили актуальности и могут быть в полном объеме применены для Рынка Инноваций и Инвестиций (РИИ ММВБ-РТС).

Рынок KOSDAQ Market

Базой для создания данной площадки послужил корейский организованный OTC рынок, чья деятельность была запрещена правительством в 1996 г. Летом того же года OTC рынок был реорганизован в рамках Korea stock exchange и получил название Kosdaq market. Внебиржевую систему торгов сменила аукционная, сам процесс заключения сделок был полностью компьютеризирован. Целью создания Kosdaq было образование успешно функционирующего сегмента корейского фондового рынка, ориентированного на венчурный бизнес. И спустя несколько лет эта цель была достигнута. На сегодняшний день на Kosdaq торгуются ценные бумаги 1029 эмитентов с рыночной капитализацией свыше 89,3 млрд. долл. [11]. Далеко не все они являются венчурными. Так, наряду с инновационными компаниями котируются SME компаний традиционных отраслей промышленности, ETF, и инвестиционных компаний различной направленности. Основные показатели Krx Kosdaq графически представлены на рис. 6 и 7.

Несмотря на созвучность в названии, корейский KOSDAQ весьма существенно отличается от своего американского прообраза NASDAQ. В основу механизма определения рыночной цены NASDAQ заложен принцип quote driven market, т.е. котировки акций определяются особой категорией участников рынка – маркет-мейкерам. Маркет-мейкеры принимают на себя публичные обязательства покупать и продавать акции по объявленным ими ценам и выставляют котировки, руководствуясь пра-

вилами торгов и соображениям собственной выгоды. Ценообразование на KOSDAQ осуществляется по совершенно другим принципам, получившим название order driven market и аукционного принципа. Принцип order driven market предполагает подачу одновременно заявок на покупку и на продажу. Если цены двух заявок совпадают, сделка исполняется. Данная система применяется для наиболее ликвидных ценных бумаг, когда число встречных заявок особенно велико.

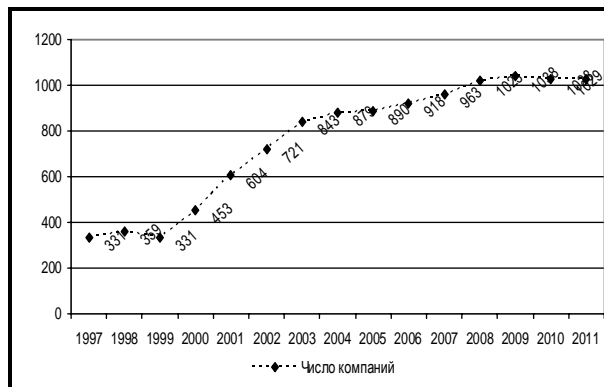


Рис. 6. Динамика числа компаний за период 1997-2011 гг. [11]

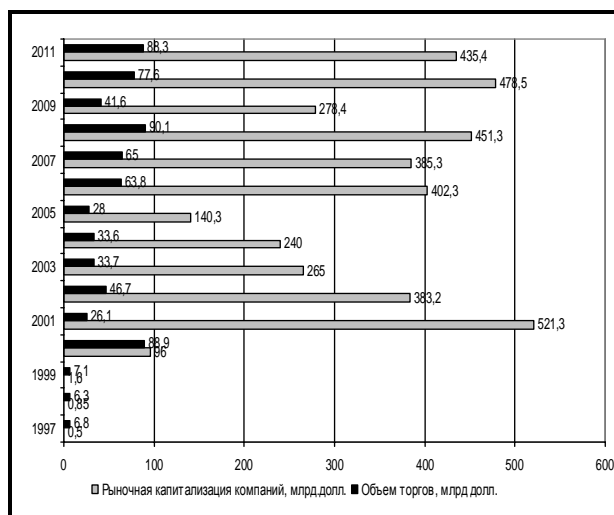


Рис. 7. Динамика рыночной капитализации и объема торгов [11]

Позиционирование Kosdaq market

Администрация Korea exchange (KRX) позиционирует KOSDAQ в первую очередь как рынок для венчурных компаний, однако к листингу могут быть допущены эмитенты, чей бизнес ориентирован на различные сектора экономики, например инвестиционные компании различной направленности и SME компании традиционных отраслей промышленности. Приоритет венчурных компаний подчеркивается более низкими требованиями листинга для данной категории эмитентов. На KOSDAQ также существует институт специализированных финансовых посредников спонсоров листинга (listing sponsors), к обязанностям которых относится помощь компании-эмитента в осуществлении листинга своих акций, контроль за раскрытием информации, и контроль за финансовым состоянием эмитента [4].

Однако спектр полномочий спонсоров листинга существенно уже, чем у их аналогов на остальных рассмотренных нами торговых площадках, и их контрольные функции носят во многом номинальный характер.

Отличительные особенности Kosdaq market

К отличительным особенностям KOSDAQ стоит отнести высокую диверсификацию требований для включения в листинг по типам эмитента, еще большую, чем на TSX Venture, а также государственную поддержку в виде различных налоговых льгот для компаний, чьи акции включены в котировальный список KOSDAQ, среди которых к наиболее значимым стоит отнести следующие:

- льготы по налогу на реализованный прирост капитала: акционеры, являющиеся собственниками акций, приобретенных на KOSDAQ market, освобождаются от налога на реализованный прирост капитала по данным акциям. Исключение составляют те акционеры, в собственности которых находится более 5% общего числа эмитированных акций данной компании, а также акционеры, обладающие акциями, совокупная рыночная капитализация которых превышает 5 млрд. вон;
- льготы по налогу на дивиденды и раздельное налогообложение: дивиденды по акциям, торгуемым на KOSDAQ, находящиеся в собственности одного акционера более одного года, в случае, если их номинальная стоимость не превышает 50 млрд. вон, не облагаются налогом на дивиденды. Дивиденды по акциям, совокупная номинальная стоимость которых составляет от 50 до 300 млрд. вон, облагается раздельно по ставке 5%;
- льготы при определении рыночной стоимости для оценки наследуемого и получаемого в дар имущества на KOSDAQ: акции, наследуемые или получаемые в дар, не должны быть признаны акциями с высоким риском инвестирования

в течение 6 мес. (3 мес. в случае дарения) до и после даты наследования или дарения. Кроме того, подобные акции должны быть признаны заменяемыми хотя бы однажды в течение месяца до или месяца после даты наследования / дарения [5];

- льготы по подоходному налогу: доход, полученный сотрудниками компании, в результате исполнения опциона на ее акции, не облагается подоходным налогом. Физическое лицо, инвестирующее денежные средства в инвестиционную ассоциацию – для SME компаний, инвестиционную ассоциацию – для инновационных компаний, или инвестиционную ассоциацию – для венчурных компаний, или приобретающее паи инвестиционных фондов, вкладывающих средства в венчурные компании, имеет право на налоговый вычет по подоходному налогу в размере 15% от общей суммы таких инвестиций.

Наличие вышеуказанных налоговых льгот создает дополнительное стимул к инвестированию в ценные бумаги SME компаний, торгуемых на KOSDAQ, в особенности в те из них, чья деятельность связана с инновациями.

Также к отличительным особенностям KOSDAQ можно отнести исключительно детальные, дифференцированные по отраслям принадлежности эмитента и включающие в себя большое количество критериев требования к эмитенту. Подобные правила листинга, с одной стороны, позволяют увеличить охват целевой аудитории эмитентов конкретной направленности бизнеса, с другой – не допустить на рынок компании с сомнительной репутацией.

Требования к эмитенту

Требования для допуска к листингу на KOSDAQ можно представить в табл. 5.

Таблица 5

ТРЕБОВАНИЯ К ЭМИТЕНТУ НА KOSDAQ MARKET [5]

Критерий	Тип эмитента						
	Компания основных отраслей промышленности	Венчурная компания	Растущая венчурная компания	Инвестиционная компания	ETF	Инвестиционные компании, вкладывающие средства в недвижимость	
Срок существования	Не менее трех лет	Отсутствует	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	
Размер бизнеса (должно выполняться хотя бы одно требование)	Акционерный капитал	Не менее 2,65 млн. долл.	Не менее 1,3 млн. долл.	Не менее 1,3 млн. долл.	Не менее 360 тыс. долл.	Не менее 9 млн. долл.	Не менее 4,5 млн. долл. И не менее 6,3 млн. долл. в случае если компания самоуправляема
	Базовая рыночная капитализация	Не менее 7,94 млн. долл.	Общие требования	Общие требования	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют
Распределение акций	Число миноритарных акционеров	Не менее 500	Общие требования	Общие требования	Компания должна иметь отчет о публичном размещении или распределении. Если акции были распределены методом отличным от размещения или распределения, компания должна заключить депозитарный договор KSD, предусматривающий запрет на изъятие этих акций в течение 1 года с момента листинга инвестиционной компании	Общее количество выпускаемых акций должно быть не менее 100 000	Не менее 25% от общего количества выпущенных акций должны быть распределены путем публичного размещения или распределения. За исключением компаний, занимающихся реконструкцией. Если акции были распределены методом отличным от размещения или распределения, компания должна заключить депозитарный договор KSD, предусматривающий запрет на изъятие этих акций в течение 1 года с момента листинга инвестиционной компании. Общее число акционеров не менее 100

Критерий	Тип эмитента					
	Компания основных отраслей промышленности	Венчурная компания	Растущая венчурная компания	Инвестиционная компания	ETF	Инвестиционные компании, вкладывающие средства в недвижимость
Распределение акций	<p>Количество акций в собственности миноритарных акционеров (должно выполняться хотя бы одно требование)</p> <p>1. Если количество акций, находящихся в собственности миноритарных акционеров на момент подачи заявки на рассмотрение возможности листинга:</p> <ul style="list-style-type: none"> • менее 25% от общего количество, то как минимум 10% акций должны быть публично размещены; • более 25% от общего количества, то как минимум 5% акций должны быть размещены публично. <p>2. Если как минимум 10% акций должны быть публично размещены, то налагаются следующие нижеперечисленные ограничения на количество размещаемых акций.</p> <p>Акционерный капитал:</p> <ul style="list-style-type: none"> • от 44,1 до 88,2 млн. долл.; • от 88,2 до 220,6 млн. долл.; • свыше 220,6 млн. долл. <p>Рыночная капитализация:</p> <ul style="list-style-type: none"> • от 88,2 до 176,5 млн. долл.; • от 176,5 до 441,35 млн. долл.; • свыше 441,35 млн. долл. <p>Количество акций:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 100 млн.; • 200 млн. • 500 млн. <p>3. Как минимум 25% акций должны быть размещены в период с момента получения уведомления о результатах рассмотрения заявки на рассмотрение возможности листинга до подачи заявления на листинг.</p> <p>4. Если компания одновременно осуществляет публичное размещение и в Корее и за рубежом, как минимум 20% от общего количества акций должны быть размещены публично и 300 тыс. акций должны быть публично размещены в Корее</p>	Общие требования	Общие требования	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют
«Ослабленный капитал» (снижение, реальной стоимости активов компании ниже объявленной или номинальной стоимости акций, находящихся в обращении)	Ограничения биржей не установлены	Общие требования	Общие требования	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют
Эффективность бизнеса	Наличие прибыли до налогообложения за последний финансовый год	Общие требования	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют

Критерий	Тип эмитента					
	Компания основных отраслей промышленности	Венчурная компания	Растущая венчурная компания	Инвестиционная компания	ETF	Инвестиционные компании, вкладывающие средства в недвижимость
Прибыль (хотя бы одно из перечисленных)	1. Рентабельность собственного капитала за последний финансовый год должна быть не менее 10%. 2. Чистая прибыль за последний финансовый год как минимум 1,76 млн. долл. 3. Объем продаж за последний финансовый год не менее 8,8 млн. долл., при базовой рыночной капитализации не менее 26,4 млн. долл.	1. Рентабельность собственного капитала за последний финансовый год должна быть не менее 5%. 2. Чистая прибыль за последний финансовый год как минимум 882 тыс. долл. 3. Объем продаж за последний финансовый год не менее 4,4 млн. долл., при базовой рыночной капитализации не менее 26,4 млн. долл.	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют
Увеличение капитала	Увеличение капитала за год до подачи заявки о рассмотрении возможности листинга должно составлять менее 100% от величины акционерного капитала на конец двух предыдущих финансовых лет. Это требование не распространяется на случаи вторичного листинга. Для акций, выпуск которых приводит к превышению лимита увеличения капитала должно быть соблюдено требование гарантийного депозита в течение года	Общие требования	Общие требования	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют
Аудиторское заключение	Безусловно положительное аудиторское заключение	Общие требования	Общие требования	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют
Слияния и проч.	В случае слияния, требуется предоставить документы раскрывающие его результат, в том числе финансовые	Общие требования	Общие требования	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют
Сделки с акциями	Ограничения на сделки с акциями отсутствуют	Общие требования	Общие требования	Общие требования	Общие требования	Общие требования
Период Lock-up (период во время которого менеджмент не может продавать акции)	1. Для акций, находящихся в собственности крупнейших акционеров – 1 год с даты листинга. 2. Для акций приобретенных третьими лицами в ходе распределения или у крупнейших акционеров - в течение 1 года до даты подачи заявки на рассмотрение возможности листинга и 1 в течение 1 года с момента листинга. (Это требование не применяется в случае вторичного листинга, и после прошествии 6 месяцев с его момента 5% акций могут распределяться ежемесячно)	Общие требования	Общие требования	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют

Критерий	Тип эмитента					
	Компания основных отраслей промышленности	Венчурная компания	Растущая венчурная компания	Инвестиционная компания	ETF	Инвестиционные компании, вкладывающие средства в недвижимость
Изменение среди крупнейших акционеров	Не должно быть никаких изменений в течение года, предшествующего дню подачи заявки на рассмотрение возможности листинга	Общие требования	Общие требования	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют
Корпоративное управление	1. Количество приглашенных (внешних) директоров [не являющихся сотрудниками компании, входящих в состав совета директоров как консультанты или представители акционеров] должно быть не менее 25% от общего числа директоров, если же величина активов компании превышает 1,7 млрд. долл., как минимум 3 приглашенных директора, что является как минимум 50% от общего количества директоров. 2. Компания, сумма активов которой свыше 1,7 млрд. долл. должна назначить как минимум 1 аудитора, а компания, сумма активов которой превышает 3,4 млрд. долл. должна организовать аудиторский комитет, и как минимум 2/3 членов комитета должны быть приглашенными директорами	Общие требования	Общие требования	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют
Стандарты бухгалтерской отчетности	МСФО, US-GAAP или K-GAAP. Для оценки соответствия требованиям к аудиторскому заключению и объему продаж требуется, чтобы финансовая отчетность компании была подготовлена в соответствии с МСФО или US GAAP	Общие требования	Общие требования	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют
Количество уполномоченных участников	Ограничения биржей не установлены	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Не менее двух	Ограничения отсутствуют
Прочие критерии	Ограничения биржей не установлены	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	Ограничения отсутствуют	95% средств должны составлять в активы, входящие в состав индекса, к которому привязан фонд	Недвижимость должна составлять не менее 70% активов

Аукционный принцип чаще всего применяется для акций эмитентов при выходе на IPO либо для ценных бумаг с низкой ликвидностью. Аукцион предполагает сбор заявок с последующим их сравнением и выбором наиболее привлекательных для контрагента. Таким образом, сходство между Kosdaq и Nasdaq преимущественно касается лишь задач, решение которых были призваны обеспечить эти два рынка:

- упорядочение национальных внебиржевых рынков ценных бумаг;
- создание эффективно функционирующих площадок для размещения и торговли ценными бумагами компаний малой и средней капитализации.

Примерные затраты на размещение

Затраты на размещение на KOSDAQ весьма не велики, за рассмотрение возможности включения компании в котировальный список эмитенту придется уплатить порядка 11 070 долл. США, взнос за включение в котировальный список сильно варьируется от объема привлеченных средств и составляет от 42 до 40 000 долл. США плюс от 0,0005% до 0,03% от объема размещения [4]. Плата за поддержание в котировальном списке в течение года составит от 121 до 8 300 долл. США плюс 50% от отношения разности капитализации и максимального порогового значения в 850 тыс. к 100 тыс. Подробный алгоритм определения величины взносов за включение и поддержание в котировальный список можно представить в виде табл. 6.

ВЗНОСЫ ЗА ВКЛЮЧЕНИЕ В КОТИРОВАЛЬНЫЙ СПИСОК [4]

Ценные бумаги		Депозитарные расписки	
Объем привлекаемых средств, млн. долл.	Размер взноса	Количество депозитарных расписок	Взносы
Мене 2,56	0,03% (минимум 42 долл.)	До 60 тыс.	128 тыс.
От 2,56 до 8,5	760 долл. + 0,025% от суммы > 2,56 млн. долл.		
От 8,5 до 17	2 260 долл. + 0,02 от суммы > 17 млн. долл.		
От 17 до 42	3 974 долл. + 0,015% от суммы > 17 млн. долл.	Свыше 60 тыс.	128 тыс. + 15 * (количество расписок – 60 тыс.) / 10 000
От 42 до 85	7825 долл. + 0,01% от суммы > 42 млн. долл.		
От 85 до 425	12 085 долл. + 0,005% от суммы > 85 млн. долл.		
От 425 до 850	29 180 долл. + 0,0025% от суммы свыше 425 млн. долл.		
Свыше 850	39 871 долл. + 0,0005% от суммы свыше 850 млн. долл.		
Ежегодные взносы			
Мене 2,56	4,7 долл. за каждые 100 тыс. долл. капитализации	До 300 тыс.	158 долл. США
От 2,56 до 8,5	141 долл. + 4 * (Капитализация – 2,56 млн. долл.) / 100 тыс. долл.	От 300 тыс. до 1 млн. депозитарных расписок	158 долл. США + 2,5 * (Количество расписок – 300 тыс.) / 10 000
От 8,5 до 17	398 долл. + 3,5 * (Капитал – 8,5 млн. долл.) / 100 тыс. долл.		
От 17 до 42	718 долл. + 3 * (Капитализация – 17 млн. долл.) / 100 тыс. долл.	От 1 млн. до 2 млн.	299 + 1,5 * (Количество депозитарных расписок – 1 млн.) / 10 000
От 42 до 85	1 531 долл. + 2 * (Капитал – 42 млн. долл.) / 100 тыс. долл.		
От 85 до 425	2 303 долл. + 1 * (Капитал – 85 млн. долл.) / 100 тыс. долл.	Свыше 2 млн.	-
От 425 до 850	6 047 долл. + 0,5 * (Капитал – 425 млн. долл.) / 100 тыс. долл.		
Свыше 850	8 306 долл. + 0,5 * (Капитал – 850 млн.) / 100 тыс. долл.		

Расходы на андеррайтера при размещении на KOSDAQ, как правило, составляют 5-7% от размещения [7]. При среднем, по данным WFE, для SME рынков объеме размещения 94,36 млн. долл. расходы эмитента без учета вознаграждения андеррайтера составят порядка 19 200 долл. Также необходимо отметить, что при включении в котировальный список уплачивается только один биржевой взнос: либо за включение в котировальный список, либо за рассмотрение возможности листинга, в зависимости от того, какой из них больше.

Рынок TSX venture exchange

TSX venture Exchange – канадская SME-площадка с мировым именем, образованная в ходе поглощения Canadian venture exchange (CDNX) группой TSX в 2001 г. На сегодняшний день, согласно данным WFE, TSX Venture exchange является 5-м в мире SME-рынком по капитализации. На бирже котируются бумаги 2 376 эмитентов с совокупной рыночной капитализацией свыше 72 млрд. долл. [11].

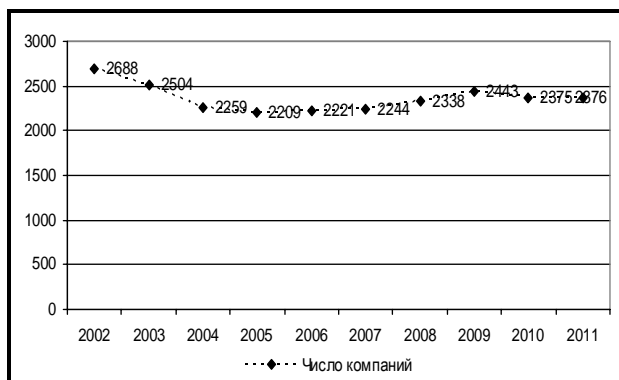


Рис. 8. Динамика числа компаний за период 2002-2011 гг. [11]

TSX venture exchange является одним из ведущих рынков для компаний малой и средней капитализации в североамериканском регионе. Однако за последние 9 лет отмечается тенденция к сокращению количества компаний, включенных в котировальный список TSX venture exchange. На рис. 8 и 9 графически представлена подробная динамика основных показателей данной площадки с момент ее создания.

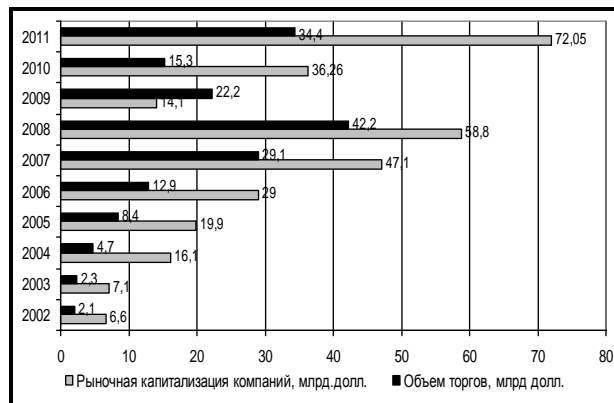


Рис. 9. Динамика рыночной капитализации и объема торгов [11]

Позиционирование TSX venture exchange

Как и LSE AIM, ее канадский аналог ориентирован на компании малой и средней капитализации вне зависимости от их инновационной направленности. Большинство компаний (порядка 65%), торгующихся на данной площадке, принадлежат к сырьевому сектору экономики. Остальные 35% сформированы весьма неоднородными по отраслевому составу эмитентами [8]. Структура компаний, чьи акции включены в котировальный список TSX venture exchange, по сфере веде-

ния основной деятельности схематически представлена на рис. 10.

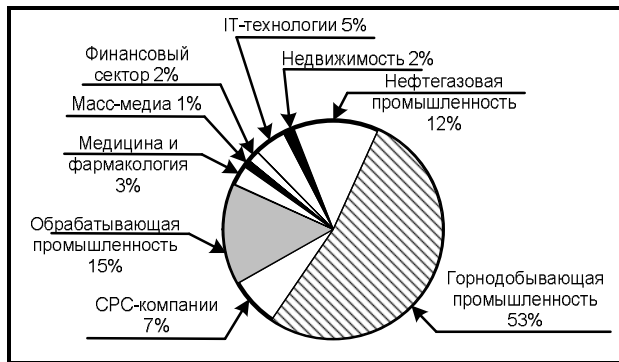


Рис. 10. Структура эмитентов биржи по отраслевой принадлежности [8]

Руководство биржи делает акцент на возможность привлечения средств институциональных инвесторов, в частности канадских пенсионных фондов, так как, по статистике, порядка 70% средств подобных фондов инвестируются в национальные активы. Кроме того, подчеркивается резко возрастающий интерес аналитиков к компаниям, включаемым в котировальные списки TSX venture, повышенное внимание к проектам и планам компании, облегчающее привлечение дополнительных инвестиций в будущем. Немаловажной является роль TSX venture как доступного способа выхода для иностранных эмитентов на североамериканский фондовый рынок.

Отличительные особенности

В качестве отличительной особенности TSX venture можно выделить существование механизма листинга при помощи программы CPC (Capital pool company) [9]. По сути, данная программа представляет собой частный случай сделки обратного поглощения и включает следующие этапы.

1. Учреждение группой физических лиц (от трех до шести человек) шелл-компании (компания-оболочки). При этом учредители обязаны внести в общей сложности не менее 100 тыс. долл. либо 5% от средств, которые планируется привлечь (в зависимости от того что больше).

2. Размещение компании-оболочки на TSX venture с привлечением от 200 до 4 750 тыс. долл. В ходе размещения акций компании-оболочки должны быть приобретены не менее чем 200 различными не аффилированными акционерами, каждый из которых приобретает не менее 1000 акций, при этом ни одно лицо не имеет приобрести более 2% акций компании, и обладать совместно с другим аффилированным по отношению к нему лицом более чем 4% процентами акций.

Компании, успешно прошедшие размещения, котируются с дополнительным тиккером P, обозначающий их принадлежность программе CPC.

3. «Закрытие сделки» в течение 24 месяцев путем приобретения компанией-оболочкой частной компании, соответствующие требованиям листинга которой проверяется администрацией TSX venture. Дополнительным компонентом «закрытия сделки» часто является смена названия компаний оболочкой и закрытое размещение.
4. Удаление тиккера P, после чего компания торгуется в обычном порядке.

Результатом использования данного механизма листинга является появление публично торгуемой компании, контрольный пакет акций которой принадлежит первоначальным собственникам приобретенной частной компании, с сохранением ее основного профиля деятельности. Реализация CPC программы позволяет частной компании в относительно короткие сроки и с незначительными затратами получить статус публичной, однако потенциально может привести к повышению инвестиционных рисков, снизив тем самым инвестиционную привлекательность эмитируемых ею ценных бумаг.

На TSX Venture существует свой аналог номадов LSE AIM, – так называемые спонсоры. Список задач, возлагаемых на спонсоров, включает в себя:

- проверку соответствия эмитента требованиям TSX venture;
- выбор наиболее оптимального для эмитента пути листинга будь то IPO, CPC или сделка обратного поглощения;
- оказание помощи эмитенту в проведении размещения.

Все компании спонсоры являются членами TSX venture. Как правило, спонсор одновременно выступает в качестве андеррайтера эмитента.

Требования к эмитенту

Как и на LSE AIM, требования к минимальной капитализации эмитента отсутствуют. Подробно требования к эмитенту на TSX venture представлены в табл. 7:

Таблица 7

ТРЕБОВАНИЯ К ЭМИТЕНТУ НА TSX VENTURE [9]

Критерий	Отрасль эмитента			
	Горнодобывающая промышленность	Нефтегазовая промышленность	Промышленное производство, а также медицина и биология	Недвижимость и инвестиции
Величина чистых материальных активов или финансирования из неаффилированных источников	Требования отсутствуют	Требования отсутствуют	750 тыс. долл. ЧМА либо выручка 500 тыс. долл. либо возможность привлечения 2 млн. долл. из неаффилированных источников	2 млн. долл. ЧМА или либо возможность привлечения 3 млн. долл. из неаффилированных источников
Собственность или резервы	Эмитент имеет значительную долю в производственной собственности (qualifying property), либо, по мнению биржи, обладает правом на значительную долю производственной собственности (qualifying property)	а) Основные. (i) Либо эмитент имеет недоказанную собственность с проектами либо долю в совместном предприятии и 5 млн. долл. привлекаемых по проспекту эмиссии средств. б) (ii) Дополнительные. Либо 500 тыс. долл. доказанных разрабатываемых запасов, либо 750 тыс. долл. доказанных и вероятных запасов	Эмитент имеет значительную долю в бизнесе или основные активы необходимые для работы бизнеса	Недвижимость: Эмитент имеет значительную долю в недвижимости. Инвестиции: не требуются

Критерий	Отрасль эмитента			
	Горнодобывающая промышленность	Нефтегазовая промышленность	Промышленное производство, а также медицина и биология	Недвижимость и инвестиции
Предварительные расходы и программа работ.	(i) Документально подтвержденное свидетельство затрат эмитента на производственную собственность (qualifying property) в размере не менее чем 100 тыс. в течении 36 месячного периода предшествующего подаче заявления на листинг и (ii) Программу работ не менее чем на 200 тыс. долл. в нач. фазе, как это рекомендовано в геологическом отчете	а) Основные. минимум 1,5 млн. долл. выделенных эмитентом на Программу работ как было рекомендовано в геологическом отчете, за исключением тех случаев когда эмитент имеет долю в совместном предприятии и 5 млн. долю привлекаемых по проспекту эмиссии средств. б) (i) Дополнительные удовлетворительная программа работ на сумму не менее чем 300 тыс. долл. (ii) если доказанные резервы имеет ценность менее чем 500 тыс. долл. как было рекомендовано в геологическом отчете	История операций и проверок бизнеса.	Недвижимость: не требуются (i) инвестиции: раскрытие инвестиционной политики и (ii) 50% средств должны быть инвестированы в два разных проекта
Оборотные средства и финансовые ресурсы	Достаточно оборотных средств и финансовых ресурсов для выполнения бизнес плана либо заявленной программы деятельности на протяжении 12 месяцев, после листинга; 100 000 долл. нераспределенных средств.			
Количество акций в обращении	(i) В свободном обращении находятся 500 тыс. акций. (ii) Есть 200 акционеров, имеющих стандартный биржевой лот и не имеющих ограничений по обращению, (iii) при этом 20% выпущенных и размещенных акций в руках.			
Другие критерии	Географический отчет, рекомендующий выполнение программы работ (спонсорский отчет, если требуется)	Географический отчет, рекомендующий выполнение программы работ (спонсорский отчет, если требуется)	Если нет доходов двух годичный план менеджмента, показывающий существенную вероятность дохода в течение 24 месяцев	Спонсорский отчет (если требуется)

Примерные затраты на размещение

Плата за включение в листинг составит 7 500 долл. до 40 000 долл., на поддержание в котировальном списке придется потратить еще от 5 000 долл. до 90 000 долл. Услуги аудитора и юридическая поддержка обойдутся относительно недорого от 25 000 до 100 000 тыс. долл. и от 50 до 100 тыс. долл. соответственно [10]. Спонуру придется заплатить от 15 до 50 тыс. долл. Однако услуги андеррайтера будут весьма не дешевы до 12% от объема привлеченных средств. Совокупные затраты эмитента на размещение составят от 170 до 380 тыс. долл. плюс 12% от объема привлеченных средств.

Успешность вышеперечисленных SME рынков во многом обуславливается рядом их уникальных особенностей. Часть из них может быть адаптирована к условиям российской действительности. После соответствующей адаптации внедрение на РИИ данных особенностей может способствовать повышению эффективности отечественной площадки.

Особенности ведущих мировых SME рынков, заимствование опыта которых представляется наиболее целесообразным

Среди приведенных выше инфраструктурных особенностей наиболее успешных мировых SME рынков, можно выделить несколько, внедрение которых РИИ ММВБ-РТС, потенциально способно повысить эффективность функционирования российской площадки. Подробно рассмотрим их ниже.

Реформирование системы существующих налоговых льгот, распространяющихся на участников рынка РИИ ММВБ-РТС.

Несмотря на то, что поправка в Налоговый кодекс, устанавливающая нулевую ставку, по НДФЛ и налогу на прибыль организаций, если данный доход (прибыль) был

получен входе реализации акций, высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики, вступила в силу с 1 января 2011 года [1], все это время она фактически не работала. Дело в том, что не был установлен порядок четко определяющий, какие акции относятся к акциям высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики. Лишь 5 декабря 2011 года Минэкономразвития представило Проект постановления Правительства Российской Федерации «Об утверждении порядка отнесения акций российских организаций, обращающихся на организованном рынке ценных бумаг, к акциям высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики», в котором установлены критерии отнесения акций к акциям высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики. Согласно этому документу вышеуказанная налоговая льгота распространяется на «акции включенные в список ценных бумаг, допущенных к торгам, с указанием об обращении в специализированном секторе (направлении, сегменте), предназначенном для размещения и обращения ценных бумаг инновационных компаний, либо специально выделены (указаны) в качестве ценных бумаг инновационных компаний в структуре списка ценных бумаг, допущенных к торгам на фондовой бирже» [2]. При этом капитализация эмитента в течение первой недели торгов после включения ее акций в список ценных бумаг, допущенных к торгам, не должна превышать 10 млрд. рублей. Фактически, согласно законопроекту Минэкономразвития отнесение акций к акциям высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики осуществляется администрацией фондовой биржи на которой они торгуются. Однако данная налоговая льгота может быть применена только в отношении акции инновационных компаний непрерывно принадлежащих одному и тому же налогоплательщику более 5 лет. Подобное ограничение существенно снижает эффективность вводимой налоговой льготы. По мнению некоторых экспертов, наиболее интересный, для потенциального инвестора, срок вложения в инноваци-

онную компанию составляет 2-3 года [3]. За это время можно пройти путь от создания компании до перехода к серийному выпуску продукции, после чего с максимальной прибылью продать компанию, очередному собственнику. Пятилетний срок в отношении многих инновационных компаний, является неоправданно долгим. Столь длительное временное ограничение побуждает инвестора несколько лишних лет не выводить денежные средства из уже заверщенного инновационного проекта, в то время как они уже могли быть вложены в новый. Кроме того вышеуказанная налоговая льгота будет косвенно способствовать снижению и без того не слишком высокой ликвидности бумаг РИИ ММВБ, создавая дополнительный стимул для инвестора «держат» акции.

Целесообразной может быть отмена минимального срока владения акциями инновационных компаний, необходимого для получения налоговой льготы, в виде нулевой ставки по НДФЛ и налогу на прибыль. Взамен возможно введение ограничения, предусматривающего, применение данной налоговой льготы исключительно к акциям инновационных компаний, приобретаемым во время IPO. Это с одной стороны будет способствовать росту инвестиционной привлекательности инновационных компаний, не сковывая прямого инвестора жесткими временными рамками, с другой - будет не столь обременительно для государственного бюджета как введение данной льготы без каких бы то ни было ограничений, что стимулировало бы в первую очередь приток спекулятивных инвестиций.

Вопрос реформирования системы налоговых льгот требует большей осторожности, тщательной предварительной проработки и жесткого контроля со стороны органов государственной власти и администрации биржи, в противном случае возможны разного рода злоупотребления.

Разделение площадок для инновационных компаний и площадок для SME компаний других направлений бизнеса

Хотя данная черта и не реализована на ведущих мировых площадках напрямую, однако с каждым годом тенденция к разделению инновационных компаний и SME компаний базовых отраслей промышленности становится все отчетливее. Создание отдельного рынка для компаний малой и средней капитализации для компаний, не являющихся инновационными, с последующим их переводом на вновь созданный рынок торгующихся на РИИ ММВБ-РТС компаний данного типа, позволит сделать более адресной государственную поддержку инновационным компаниям. Так, существующий в настоящее время вариант оказания государственной поддержки инновационным эмитентам предусматривает определение инновационности практически исключительно по критерию включения в сектор РИИ ММВБ-РТС. В тоже время, в правилах листинга ММВБ-РТС ясно сказано что, в сектор РИИ может быть включена компания как формирующая существенную часть своей выручки за счет деятельности в инновационных отраслях, так и компания любой отрасли чья капитализация не меньше 50 млн. руб. Таким образом, вместо адресной помощи государства при потенциальной реализации соответствующей госпрограммы, поддержка будет оказана любой компании малой и средней капитализации, торгующейся на РИИ.

Организация нескольких секторов для инновационных компаний в рамках одной площадки

Дифференциация, по принципу JASDAQ, внутри существующих торговых площадок секторов для условно «зрелых» инновационных компаний, уже достигших определенных показателей, отвечающих более строгим требованиям листинга, и «молодых» высоко рискованных компаний с несколько более слабыми показателями финансовой отчетности, отвечающих облегченным требованиям листинга, но большим потенциалом роста. Формирование новых секторов может быть произведена на базе уже существующих секторов РИИ и РИИ-2. Для этого администрацией ММВБ-РТС должны быть разработаны новые правила отнесения акций компаний к данным секторам. В частности, необходимо будет изменить ориентированность РИИ- 2 на проведение частных размещений в режиме переговорных сделок среди квалифицированных инвесторов, и сделать его «облегченной» версией РИИ, доступной для широкого круга инвесторов. Таким образом, с одной стороны будет увеличена целевая ориентация российских площадок, за счет «стартап»-компаний, и высоко рискованных компаний с ультра малой капитализацией и большими перспективами роста, с другой – достигнуто снижение рисков потенциальных инвесторов путем структурирования объектов инвестирования по категориям. Последнее, однако, возможно только при достаточной информационной освещенности и разработки жесткой нормативно-правовой базы.

Расширение полномочий листинговых агентов

В случае формирования внутри РИИ ММВБ-РТС секторов для «зрелых» и «молодых» инновационных компаний целесообразным представляется рассмотреть возможность расширения полномочий специализированных финансовых посредников, оказывающих эмитенту помощь в получении листинга на данной площадке. Например, возможно возложить на листинговых агентов сектора для «молодых» инновационных компаний, по аналогии со Спонсорами SME Board, ряд «полицейских» функций, таких как мониторинг маркетинговой и технологической политики эмитента, жесткую проверку целевого характера использования, привлеченных в ходе размещения средств, всесторонний контроль по организации и совершенствованию системы риск менеджмента компании. Это позволит сократить риски потенциальных инвесторов, повысив в их глазах привлекательность российских рынков для инновационных компаний. В то же время, делать это необходимо чрезвычайно осторожно, так как, в отличие от Китая, в России отсутствует ажиотажный интерес эмитентов к проведению размещения на SME рынках, и излишняя жесткость может «отпугнуть» многих из них.

Таким образом, применение на РИИ ММВБ-РТС ряда наиболее перспективных инфраструктурных особенностей ведущих мировых SME-рынков, и совершенствование существующих нормативно-правовых актов, призванных повысить привлекательность российских площадок, на которых торгуются акции компаний инновационного сектора экономики в глазах эмитентов и инвесторов, позволит существенно увеличить эффективность функционирования РИИ ММВБ-РТС. Однако применение указанных новаций требует большой взвешенности, осторожности, и должно учитывать российскую экономическую специфику.

Литература

1. О внесении изменений в часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации. [Электронный ресурс] : федер. Закон от 28 дек. 2010 г. №395-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс»
2. Об утверждении порядка отнесения акций российских организаций, обращающихся на организованном рынке ценных бумаг, к акциям высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики. [Электронный ресурс]: Проект постановления Правительства Российской Федерации от 5 дек. 2011г. Режим доступа: http://www.economy.gov.ru/minrec/about/structure/depcorp/doc20111205_02
3. Сапожков О., Гудков А., Минфин придумал стимул для упорных инноваторов [Электронный ресурс] / Сапожков О., Гудков А.// Газета Коммерсантъ. – 2010. – №160 (4460). - Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/doc/1496386>.
4. Guide to listing on the KOSDAQ for 2008. URL: <http://eng.krx.co.kr/coreboard/BHPENG08004/view.jsp?bbsSeq=645&secretYn=N>
5. KOSDAQ listing examination. URL: http://eng.krx.co.kr/m7/m7_2/m7_2_3/m7_2_3_1/UHPENG07002_03_01_01.html
6. Listing examination (JASDAQ) overview of listing process. URL: http://www.ose.or.jp/e/rule_regulation/5454
7. Ahn O.H., Kim J., Son P. The pricing of underwriting services in the Korean IPO market: characteristics and determinants // Asia-Pacific journal of financial studies. 2007. №5. P. 731-764.
8. Understanding the Canadian capital markets. – URL: http://www.tmx.com/en/listings/listing_with_us/canadian_market.html
9. TSX venture exchange corporate finance manual. URL: http://www.tmx.com/en/listings/venture_issuer_resources/finance_manual.html
10. TSX and TSX venture exchange listing costs. URL: http://www.tmx.com/en/listings/listing_with_us/costs/index.html.
11. World federation of exchanges. URL: <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/>

Ключевые слова

Наиболее успешные SME рынки; основные характеристики; отличительные особенности; российские SME рынки; внедрение зарубежного опыта; повышение эффективности; рынок инноваций и инвестиций ММББ.

Федотов Семен Николаевич

РЕЦЕНЗИЯ

Рецензируемая статья освещает вопросы развития российского биржевого рынка компаний средней и малой капитализации. Мировой финансовый кризис показал перспективность SME-рынков в целом, и как одного из элементов механизма привлечения финансирования в инновационный сектор экономики, в частности, а следовательно, поиск путей повышения результативности деятельности российских SME-рынков становится особенно актуальным.

Следующей группой вопросов, которую освещает автор, является анализ деятельности наиболее успешных, осуществляющих свою деятельность на крупнейших биржевых площадках, секторов для инновационных компаний. Весьма интересным представляется выявление автором отличительных особенностей различных рынков, а также сравнение их по таким показателям участников-эмитентов:

- чистый денежный поток;
- активы;
- акционерный капитал;
- использование привлеченных в ходе размещения средств и т.п.

В этой связи необходимо отметить научный интерес и практическую значимость предлагаемых автором статьи выводов и вариантов применения зарубежного опыта для российских биржевых площадок.

На наш взгляд наиболее важными можно считать следующие положения статьи: выявление автором таких особенностей ведущих мировых SME-рынков, заимствование опыта которых представляется наиболее целесообразным для российских площадок, как: налоговые льготы для компаний эмитентов и их инвесторов; модернизация системы торгов; расширение полномочий финансовых консультантов и листинговых агентов и т.д.

Статья рекомендуется для опубликования в открытой печати.

*Ишина И.В., д.э.н, профессор, зав. кафедрой «Финансы и кредит»
Всероссийской налоговой академии Министерства финансов РФ*

10.15. METHODS OF INCREASE OF EFFICIENCY OF FUNCTIONING PTS START AND РПИИ THE MOSCOW INTERBANK STOCK EXCHANGE, BY MEANS OF USE OF EXPERIENCE OF LEADERS SME (SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES MARKET) THE WORLD MARKETS

S.N. Fedotov, Post-graduate Student of Chair «Finance and Credit»

All-Russia State Tax Academy

This article reviews the world's most successful SME markets and analyzes their characteristics, in order to identify the distinctive features and elements of infrastructure, by implementation of which the efficiency of Market of innovation and investment MICEX of MICEX and RTS START could be improved.

Literature

1. Federal law dated December 28, 2010. №395-FL «Amendments to Part II of the Tax Code of the Russian Federation and Certain Legislative Acts of the Russian Federation.». ISS consultant +.
2. Draft Resolution of the Government of the Russian Federation dated December 5, 2010. «Approval of allocation of shares of Russian companies traded on the organized securities market, the shares of high-tech (innovative) sectors of the economy». . [Electronic resource]: http://www.economy.gov.ru/minrec/about/structure/depcorp/dod20111205_02
3. O. Sapozhnikov, A. Gudkov, the Finance Ministry came up with an incentive to persistent innovators [Electronic resource] / Sapozhnikov, O., A. Gudkov // Kommersant. – 2010. – №160 (4460). – URL: <http://www.kommersant.ru/doc/1496386>.
4. Guide to Listing on the KOSDAQ for 2008 [Electronic resource]: official website. – Mode of access: <http://eng.krx.co.kr/coreboard/BHPENG08004/view.jsp?bbsSeq=645&secretYn=N>
5. KOSDAQ Listing Examination [Electronic resource]: official website. – Mode of access: http://eng.krx.co.kr/m7/m7_2/m7_2_3/m7_2_3_1/UHPENG07002_03_01_01.html
6. Listing Examination (JASDAQ) Overview of Listing Process [Electronic resource]: official website. – Mode of access: официальный сайт. – Режим доступа: http://www.ose.or.jp/e/rule_regulation/5454
7. O.H. Ahn, J. Kim, P. Son, The Pricing of Underwriting Services in the Korean IPO Market: Characteristics and Determinants//Asia-Pacific Journal of Financial Studies. – 2007. – №5 p. 731-764.
8. Understanding the Canadian Capital Markets [Electronic resource]: official website. – Mode of access: http://www.tmx.com/en/listings/listing_with_us/canadian_market.html
9. TSX Venture Exchange Corporate Finance Manual [Electronic resource]: official website. – Mode of access: http://www.tmx.com/en/listings/venture_issuer_resources/finance_manual.html
10. TSX and TSX Venture Exchange Listing Costs [Electronic resource]: official website. – Mode of access: http://www.tmx.com/en/listings/listing_with_us/costs/index.html
11. World Federation of Exchanges Статистика [Electronic resource]: official website. – Mode of access: <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/>

Keywords

The most successful SME markets; main characteristic; features; russian SME markets; introduction of foreign experience; efficiency improvement; Market of innovation and investment MICEX.