

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего профессионального образования
«Финансовый Университет при Правительстве Российской Федерации»

Факультет «Финансы и кредит»

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»
Зав. кафедрой
проф., д.э.н. Б.Б. Рубцов

_____ (подпись)

«__» _____ года

Выпускная квалификационная (дипломная) работа

Афанасьевой Ирины Григорьевны

на тему:

**«Стратегии выхода предприятий малой капитализации
на рынок ценных бумаг»**

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:
проф. Сребник Б.В.

_____ (подпись автора работы)

Москва – 2012

Оглавление

Введение.....	3
Глава 1. Компании малой капитализации как субъекты рынка ценных бумаг.....	5
§1.1 Определение и роль компании малой капитализации в современной российской экономике	5
§ 1.2. Сравнительный анализ использования долговых и долевого инструментов для выхода на рынок ценных бумаг	12
Глава 2. Практические аспекты выхода предприятий малой капитализации на рынок ценных бумаг	24
§2.1. Российские специализированные торговые площадки для средних и малых компаний	24
§2.2. Практика выхода компании малого бизнеса на фондовый рынок на примере ОАО « ИСЧК»	49
Глава 3. Проблемы выхода компаний малой капитализации на фондовый рынок и возможные пути их решения.....	64
Заключение	78
Список использованных источников	82

Введение

Российский малый и средний бизнес является одним из быстро развивающихся секторов экономики. В качестве производителя товаров и услуг предприятия малого и среднего бизнеса создают 44% суммарного товарооборота Российской Федерации¹.

Малый и средний бизнес жизненно важен для экономического развития любой страны. Компании малого и среднего бизнеса обладают достаточной силой, чтобы оказывать влияние на рынок, быть интересными потенциальным инвесторам, вести научно-техническую деятельность, диктовать условия на рынке труда.

На сегодняшний день основным вопросом для предприятий малого и среднего бизнеса является формирование их капитала в зависимости от цели деятельности и стратегии развития. В последние годы компании малого и среднего бизнеса все чаще обращаются к эмиссии ценных бумаг в качестве источника привлечения капитала. Выход на рынок ценных бумаг позволяет привлечь дополнительные финансовые ресурсы как на долговой, так и на долевого основе. Этим обусловлена актуальность дипломной работы.

Целью выпускной квалификационной работы является исследование теоретических и практических вопросов, связанных с использованием инструментов фондового рынка компаний малой капитализации для выхода на рынок ценных бумаг.

Для достижения цели необходимо решить следующие задачи:

- рассмотреть особенности российских предприятий малого и среднего бизнеса;

¹ http://expert.ru/expert/2008/10/delat_sredniy_biznes

- проанализировать возможности использования различных инструментов рынка ценных бумаг компаниями малого и среднего бизнеса;
- описать торговые площадки российского фондового рынка компаний малой капитализации;
- выявить проблемы развития рынка ценных бумаг компаний малого и среднего бизнеса;
- предложить пути решения проблем выхода компаний малой капитализации на рынок ценных бумаг.

Объект исследования – предприятия малой капитализации.

Предмет исследования – способы выхода на рынок ценных бумаг.

Дипломная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников. В первой главе рассмотрены теоретические вопросы развития малого и среднего бизнеса Российской Федерации как одного из субъектов экономической деятельности, а также представлен анализ инструментов финансирования малых предприятий на рынке ценных бумаг.

Во второй главе рассмотрены российские торговые площадки компаний малой капитализации и приведен пример выхода на РИИ ММВБ компании ОАО «Институт Стволовых Клеток Человека».

В третьей главе проанализированы проблемы, с которыми сталкиваются компании малого и среднего бизнеса, и представлены возможные пути решения данных проблем.

Глава 1. Компании малой капитализации как субъекты рынка ценных бумаг

§1.1 Определение и роль компании малой капитализации в современной российской экономике

Рост российской экономики, который наблюдается в последние годы, был бы невозможен без роста каждого отдельного предприятия. Малый и средний бизнес является одним из самых быстро развивающихся секторов экономики.

Компании малого и среднего бизнеса играют большую роль в формировании стабильной рыночной структуры, развитии экономического сектора. Помимо этого малый бизнес выполняет ряд важнейших социально-экономических задач, таких как создание рабочих мест, повышение конкуренции, что, в конечном счете, приводит к уменьшению безработицы, снижению цен. Малое и среднее предпринимательство, как неотъемлемый элемент рыночной структуры, придает ей необходимую гибкость, активно внедряется в инновационные процессы, расширяет социальный слой предпринимателей, обеспечивает основную часть прироста занятости населения. Экономические и социальные функции малого и среднего бизнеса ставят его развитие в разряд важнейших государственных задач, делают ключевой частью реформирования экономики России.

В данной работе под компаниями малой капитализации понимаются предприятия малого и среднего бизнеса согласно Федеральному закону от 24.07.2007 № 209-ФЗ "О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации". В таблице 1.1.1. представлена группировка предприятий в зависимости от различных критериев на микробизнес, малый и средний бизнес.

Таблица 1.1.1. Группировка предприятий малого и среднего бизнеса²

Параметр	Микро- предприятия	Малый бизнес	Средний бизнес
Средняя численность работников за предшествующий календарный год	до 15 чел.	16 – 100 чел.	101 – 250 чел.
Выручка от реализации товаров (работ, услуг) без учета НДС за предшествующий календарный год	60 млн. руб.	400 млн. руб.	1000 млн. руб.

Суммарная доля участия Российской Федерации, субъектов Российской Федерации, муниципальных образований, иностранных юридических лиц, иностранных граждан, общественных и религиозных организаций (объединений), благотворительных и иных фондов в уставном (складочном) капитале (паевом фонде) указанных юридических лиц не должна превышать двадцать пять процентов (за исключением активов акционерных инвестиционных фондов и закрытых паевых инвестиционных фондов), доля участия, принадлежащая одному или нескольким юридическим лицам, не являющимся субъектами малого и среднего предпринимательства, не должна превышать двадцать пять процентов³.

Рождение российского малого и среднего бизнеса приходится на 80-е годы 20-го века. Предпосылкой его зарождения явилось существование производственно-хозяйственных объединений и научно-технических

² Таблица составлена на основе Федерального закон от 24 июля 2007 года № 209-ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства Российской Федерации»; Постановление Правительства РФ от 22.07.2008 № 556 "О предельных значениях выручки от реализации товаров (работ, услуг) для каждой категории субъектов малого и среднего предпринимательства"

³Федеральный закон от 24.07.2007 № 209-ФЗ "О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации", статья 4

центров, которые в то время не рассматривались в качестве самостоятельных субъектов экономики. В течение 1980-х годов престиж малого и среднего бизнеса начал повышаться в немалой степени благодаря его способности изобретать новые товары и создавать новые рабочие места.

В конце 80-х годов 20 века коренные изменения в политической, социально-экономической сфере страны предоставили некоторым предприимчивым людям возможность заниматься предпринимательской деятельностью на легальной основе. Появились первые кооперативы, союзы, объединения, ассоциации предпринимателей, участников кооперативного движения, был учрежден Союз менеджеров СССР⁴.

Малый и средний бизнес прошел большой путь развития, и сейчас его роль значительна. Высшие лица государства подчеркивают значение малого бизнеса в жизни России: «Модернизация отечественной экономики – приоритетная общенациональная задача, в решении которой малый и средний бизнес способен сыграть ключевую роль. В этой связи важно обеспечить более активное участие предпринимателей в коммерциализации научных разработок, внедрении технологических и управленческих инноваций, создании современных товаров и услуг. От успеха такой работы прямо зависит повышение качества жизни людей, укрепление конкурентных позиций России на мировом рынке»⁵.

Согласно статистике число малых и средних предприятий в 2011 году составило 196,44 тысяч, из них в Московской области – 16 тыс., в Новосибирской области – 7 тыс., Краснодарском крае, Нижегородской области, Республике Тыва, Рязанской и Смоленской областях – по 6 тыс.⁶ Новые предприятия создаются в том числе благодаря государственным грантам.

⁴<http://www.kreditbusiness.ru/history.html>

⁵<http://smb.gov.ru/content/news/federal/general/m.f.143284/>

⁶<http://smb.gov.ru/stat/stat/fsgs1/>

Российский малый и средний бизнес является мощной экономической и политической силой. Сегодня порядка 35—40 млн. человек, включая членов их семей, частично или полностью живут на доходы от деятельности в сфере малого и среднего предпринимательства. Около 12% валового национального продукта России приходится на производство компаниями малого и среднего бизнеса⁷.

Основными факторами успеха малого и среднего предпринимательства являются уникальность производимого товара (услуги) и административно-политическая поддержка властей.

Малый и средний бизнес имеет важнейшее значение для российской экономики по ряду причин:

1. Малый и средний бизнес развивает инновационные технологии;
2. Малый и средний бизнес с помощью налоговых поступлений увеличивает доходы бюджетов;
3. Предприятия малого и среднего бизнеса более устойчивы к внешним изменениям по сравнению с крупными;
4. Малое и среднее предпринимательство играет значительную социально-экономическую роль (предприятия малого и среднего бизнеса создают новые рабочие места, трудоустраивают социально нестабильные слои населения – молодежь, женщин, иммигрантов и т.д.)

Итак, экономические и социальные функции малого и среднего бизнеса ставят его развитие в разряд важнейших государственных задач, делают неотъемлемой частью реформирования экономики России. Молодые

⁷ <http://www.tpprf.ru/ru/main/pages2/syezd/>

высокотехнологичные компании должны стать фундаментом обновления российской экономики.

По мнению Геннадия Марголита, исполнительного директора по рынку инноваций и инвестиций ММВБ-РТС, одной из основных проблем развития современной экономики России является отсутствие доступа к капиталу для небольших компаний⁸. Проблемы, возникающие при финансировании корпоративного сектора предприятий малой капитализации, требуют комплексного подхода. Важнейшим вопросом является формирование капитала таких предприятий. На сегодняшний момент государственная поддержка малому и среднему бизнесу в основном сводится к прямой финансовой помощи (льготное субсидирование малых фирм, предоставление гарантий при получении займов, льготное налогообложение и т.д.).

Альтернативой прямой государственной финансовой поддержки является привлечение финансирования с помощью инструментов рынка ценных бумаг. Выход компаний малой капитализации имеет ряд преимуществ как для самих эмитентов, так и для инвесторов, и государства в целом.

С моей точки зрения, для компании малой капитализации положительными сторонами выхода на фондовый рынок являются:

- привлечение финансовых ресурсов для эффективного функционирования;
- получение рыночной оценки стоимости бизнеса;
- создание публичной кредитной истории;
- получение стратегических партнеров;
- известность и улучшение имиджа компании;

⁸Как молодым инновационным компаниям найти инвесторов // Газета «Ведомости», от 16.04.2012
<http://www.vedomosti.ru/finance/analytics/2012/04/16/25224>

- получение ликвидности, возможности дальнейшего привлечения акционерного капитала;
- увеличение эффективности процесса привлечения инвестиций за счет использования налаженной инфраструктуры фондовой биржи.

Для инвесторов появление новых эмитентов в лице компаний малого и среднего бизнеса принесет следующие преимущества:

- возможность диверсификации портфеля. Вложения в ценные бумаги небольших компаний являются высоко рисковыми, но вместе с тем доходность данных ценных бумаг достаточно высокая.
- самостоятельное открытие прибыльного эмитента. Большинство инвестиционных аналитиков в мире не проводят анализ акций компаний малой капитализации. Следовательно, возникает большое количество компаний с хорошими фундаментальными показателями и перспективами роста, но недостаточно исследованные аналитиками.

Положительные стороны для государства от размещения ценных бумаг компаний малого и среднего бизнеса я вижу в следующем:

- создание механизма оценки качества и перспективности малых компаний;
- новые поступления в бюджеты в виде налогов по операциям с ценными бумагами;
- улучшение инвестиционного климата государства.

Таким образом, на сегодняшний день в лице малого и среднего предпринимательства в России видят одну из движущих сил реализации национальных проектов и ключевой фактор развития экономики в целом. Однако эти амбициозные задачи, поставленные перед малыми и средними предприятиями, могут быть решены при грамотном построении капитала данных компаний с учетом целей деятельности и стратегии их развития. Постоянное обращение к прямым государственным дотациям уходит в

прошлое. Сегодня по-новому решаются вопросы финансирования малого и среднего бизнеса. Все больше предприятий останавливают свой выбор на инструментах фондового рынка, сравнительный анализ которых представлен во втором параграфе первой главы.

§ 1.2. Сравнительный анализ использования долговых и долевого инструментов для выхода на рынок ценных бумаг

Благополучие любой компании обусловлено наличием финансовых ресурсов, т.е. количеством средств, вложенных в ее развитие. Данные ресурсы привлекаются разными способами: от реинвестирования прибыли до взносов со стороны владельцев.

В данном параграфе рассмотрим преимущества и недостатки использования различных инструментов для выхода предприятий малой капитализации на рынок ценных бумаг.

Я.М. Миркин выделяет несколько целей, которые предприятия ставят при выходе на фондовый рынок⁹:

1. Приобретение денежных ресурсов (покрытие кратко-, средне- и долгосрочного дефицита денежных ресурсов);
2. Формирование структуры собственности и системы управления, адекватной рыночным условиям;
3. Прочие цели, а именно: финансовый инжиниринг, стимулирование работников и т.д.

Практический опыт показывает, что полный выход на публичный фондовый рынок занимает у компании 4 – 5 лет¹⁰:

- 1-ый этап (вексельная программа): 1,5 – 2-летняя подпрограмма выпуска векселей для создания рыночной открытой кредитной истории, анализа кредитоспособности, оценки инвесторами, повышения прозрачности для рынка и привлечения средств. На данном этапе векселя выпускаются траншами: сначала краткосрочные, затем срок до погашения постепенно увеличивается.

⁹ Миркин Я.М. Стратегии выхода предприятия на рынок ценных бумаг. – М: Экономика и жизнь, 1997 г., С.12 - 13

¹⁰ Никонова И.А. Ценные бумаги для бизнеса: Как повысить стоимость компании с помощью IPO, облигационных займов и инвестиционных операций, 2006 г., С. 158 – 159

- 2-ой этап (внутренняя облигационная программа): 2 – 3 года (возможно, совмещение с 1-ым этапом) длится подготовка и организация выпуска облигаций для размещения на внутреннем рынке. Развивается кредитная история предприятия, повышается его инвестиционная привлекательность.
- 3-ий этап (внешнее долговое финансирование): подготовка и организация публичного (через биржу) размещения долговых бумаг предприятия на внешнем, международном рынке. Необходимая для этого работа начинается задолго до данного этапа, а именно: переход на МСФО, международный аудит, подбор партнеров для размещения, подготовка необходимых документов).
- 4-ый этап: проведение IPO акций на внутреннем рынке. Решение вопросов не только увеличения собственного капитала, но и повышение рыночной капитализации.
- 5-ый этап: подготовка и проведение IPO на международном рынке.

В результате реализации перечисленных этапов предприятию удастся повысить стоимость капитала и, следовательно, повысить рыночную стоимость акций и компании в целом.

Инструменты привлечения денежных ресурсов с фондового рынка делятся на долговые (векселя, облигации) и долевыми (акции). Начнем сравнительный анализ инструментов привлечения финансирования предприятиями малой капитализации с помощью рынка ценных бумаг с рассмотрения векселя.

Вексель – ценная бумага, удостоверяющая ничем не обусловленные обязательства векселедателя (простой вексель) либо иного указанного в векселе плательщика (переводной вексель) выплатить по наступлению

предусмотренного векселем срока определенную сумму денежных средств векселедержателю¹¹.

Достаточно часто компания в начале выхода на долговой рынок использует вексельный заем. Вексель является наиболее простым видом заимствования финансовых ресурсов на фондовом рынке, т.к. представляет собой неэмиссионную ценную бумагу, не требующую государственной регистрации. Следовательно, процедура выпуска векселей в обращение проста и занимает незначительное количество времени.

В период становления современного фондового рынка вексель в большинстве случаев выполнял функцию расчетного инструмента¹². В настоящее время вексель – это преимущественно финансовый инструмент для привлечения краткосрочных и среднесрочных ресурсов с целью пополнения оборотного капитала компании. Как правило, выпускать векселя на более длительный срок могут позволить себе только крупные компании, имеющие публичную кредитную историю.

Малый бизнес на ранних этапах деятельности не имеет возможности привлечения значительных капиталов инвесторов, поэтому становится необходимым использование заемных средств. На первоначальном этапе не важно, займ берется непосредственно в денежной форме либо осуществляется отсрочка платежа при получении товарно-материальных активов. Банковский кредит приводит к зависимости от одного банка и ограничению по сумме заимствования, в то время как при выпуске векселей компанию финансирует весь рынок и (при благоприятной конъюнктуре экономики) на достаточно крупные суммы.

Выпуск векселей не требует залога в отличие от банковского кредитования. При этом, выпуская векселя с различными сроками

¹¹Гражданский Кодекс РФ, статья 815

¹²Иванов М. Сравнительный анализ инструментов привлечения инвестиций с рынка долговых обязательств предприятиями малого и среднего бизнеса// РЦБ, 2007 г., № 14 (341)

погашения, компания получает эффективный инструмент управления денежными потоками и долгом.

При первичном размещении векселей у эмитента часто возникает необходимость в обеспечении, т.к. размер чистых активов векселедателя не покрывает размер вексельной программы. Обеспечение служит гарантией потенциальному инвестору, что вексель будет погашен.

Затраты на первый выпуск векселей, скорее всего, превысят затраты по привлечению банковского кредита (в среднем на 2 – 4%). К тому же размещать его придется на очень выгодных для потенциальных инвесторов условиях. Если руководство небольшой компании останавливает свой выбор на таком инструменте как вексель, необходимо понимать, что придется предложить инвесторам доходность, на 4 – 5% превышающую доходность векселей крупных векселедателей. Это определенная премия за риск, которую эмитент должен предложить инвестору, готовому вложить деньги в векселя малоизвестного на рынке предприятия.

Ценные бумаги небольших компаний характеризуются низкой ликвидностью, так как на вексельном рынке отсутствует массовый розничный покупатель бумаг, а векселедатель нередко не имеет возможности быстро организовать досрочный выкуп векселей. В случае удачного размещения у компании формируется положительная кредитная история и в будущем компания сможет привлекать средства инвесторов, размещая векселя уже по более низким процентным ставкам и на более длительные сроки.

Подводя итог рассмотрения выпуска векселей как инструмента для выхода на рынок ценных бумаг, отмечу, что вексельная программа является подготовительным этапом перед работой с более сложными инструментами (облигациями, акциями). Использование вексельных программ мотивирует молодую компанию к внутренним преобразованиям: подготовка и аудит

отчетности по международным стандартам, реструктуризация компании с целью консолидации в холдинг, разработка и принятие стратегии развития. К тому же у компании формируется публичная кредитная история, расширяется круг инвесторов.

Облигация – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт¹³.

Облигации по сравнению с векселями являются более ликвидным инструментом, так как размещаются и торгуются на бирже. Более долгая и дорогая процедура выпуска компенсируется более низкими ставками привлечения по сравнению с выпуском вексельных программ.

Серьезным недостатком облигационных займов является механизм офферт, принципиально снижающий срок заимствований. Для небольших компаний наличие офферты является необходимым условием ликвидности выпуска. Задача организатора займа — разместить выпуск среди широкого круга инвесторов и организовать вторичный рынок, чтобы снизить риски предъявления к офферте крупных пакетов. К сожалению, зачастую банки — организаторы выпуска — для облегчения своей работы выкупают большую часть займа на себя, осуществляя фактически, таким образом, секьюритизацию кредита.

В отличие от облигаций, выпуск векселей не имеет жестких сроков и параметров размещения — их можно выписывать по мере необходимости и наличия спроса небольшими траншами. Процедура выпуска векселей

¹³Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996г. № 39-ФЗ, статья 2

значительно более простая, доступная и недорогая по сравнению с облигациями. Таким образом, сравнительно легко компания получает публичную кредитную историю и начинает создание имиджа на долговом рынке.

При вексельном размещении процентная ставка, как правило, немного выше (премия за неизвестность) по сравнению с процентными ставками по облигациям. Если выпуск векселей является краткосрочным заимствованием (до 1 года), то облигационный заем – это долгосрочное (3 – 5 лет) привлечение финансирования, тем самым компания может осуществлять инвестиционные проекты.

В 2006 году появился новый вид облигаций на российском рынке – биржевые облигации¹⁴. К ним относятся облигации, одновременно удовлетворяющие следующим условиям:

- ✓ их размещение проводится путем открытой подписки на торгах фондовой биржи;
- ✓ эмитентом является открытое акционерное общество, акции которого включены в котировальный список фондовой биржи, осуществляющей допуск таких облигаций к торгам;
- ✓ эмитент существует не менее 3 лет и имеет надлежащим образом утвержденную годовую бухгалтерскую отчетность за 2 завершенных финансовых года;
- ✓ облигации не предоставляют их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости либо номинальной стоимости и фиксированного процента от нее;
- ✓ срок исполнения обязательств по облигациям не может превышать 1 года с даты начала их размещения;

¹⁴Федеральный закон от 27 июля 2006 г. № 138-ФЗ "О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг"

✓ облигации выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением их сертификатов в депозитории;

✓ оплата облигаций при их размещении, а также выплата номинальной стоимости и процентов осуществляются исключительно денежными средствами.

Безусловно, введение данного закона является положительной мерой в плане либерализации законодательства и увеличения доступа участников к инструментам фондового рынка. Эмиссия биржевых облигаций не требует ни государственной регистрации их выпуска (дополнительного выпуска), ни регистрации проспекта отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска). Однако минусом для малого и среднего бизнеса является тот факт, что эмитентом может быть только открытое акционерное общество, акции которого включены в котировальный список фондовой биржи, т.е. выпуск таких инструментов не может служить предварительным этапом для компании, планирующей выпуск акций.

Сравнительная характеристика основных параметров таких инструментов, как банковский кредит, вексель и облигационный заем приведена в Таблице 1.2.1.

Кратко охарактеризую основные плюсы и минусы долговых инструментов рынка ценных бумаг и банковских кредитов.

Основными преимуществами банковского кредита являются быстрота оформления, отсутствие государственной регистрации, минимальный набор требований по раскрытию информации. Недостатки заключаются в предоставлении залога и зависимости от одного кредитора.

Таблица 1.2.1. Сравнительная характеристика банковского кредита, векселя и облигационного займа

Параметры	Банковский кредит	Вексельный заем	Облигационный заем
1	2	3	4
Ограничение по сумме займа	Для банка-кредитора – не более 20 % от собственного капитала	Нет (ограничен кругом потенциальных инвесторов)	Не менее \$ 5млн. (менее нерационально)
Срок организации	Для краткосрочного кредита – от 1-й недели; для долгосрочного – порядка 4-х недель	От 14 недель	От 3-х месяцев
Условия финансирования	В соответствии с условиями кредитного соглашения	По мере необходимости	В ходе первичного размещения, в течение 1 года с даты регистрации выпуска в ФСФР
Требования к раскрытию информации о заемщике	В объеме требований кредитора	Достаточно полная и прозрачная, аналогично с требованиями по банковскому кредиту	В соответствии с формальными требованиями ФСФР по обязательному раскрытию информации
Степень раскрытия информации	Не раскрывается, как правило, носит конфиденциальный характер	Открыта в пределах, оговоренных с финансовым консультантом	Общедоступна в объеме проспекта ценных бумаг, сообщений о существенных фактах эмитента
Наличие аудита	Необязательно	Желательно	Обязательно
Количество кредиторов (инвесторов)	Один	Не ограничено	Не ограничено

Продолжение Таблицы 1.2.1.			
1	2	3	4
Документация	Кредитное соглашение, обеспечительные документы	Соглашение с финансовым консультантом, информационный меморандум, договор с маркет-мейкером, платежным агентом—при необходимости организации оплаты векселей	Решение о выпуске, Проспект ценных бумаг, соглашение с андеррайтером, договор с маркет-мейкером, платежным агентом, депозитарием, документы для прохождения листинга и т.д.
Рыночная инфраструктура	Не требуется	Обращение в документарном виде на внебиржевом рынке	Торговая система, депозитарий
Вторичный рынок	Практически отсутствует	Имеется	Имеется

Выпуск векселей позволяет привлечь значительные суммы денежных средств среди потенциально неограниченного круга инвесторов за короткий промежуток времени. Раскрытие информации об эмитенте при этом требуется минимально. Однако несовершенство вексельного законодательства и возможности подделки делают вексель не востребованным.

Преимуществами облигаций являются сниженные процентные ставки по сравнению с банковскими кредитами, возможность заимствования среди большого количества инвесторов, а также отнесение издержек по выпуску на себестоимость продукции. Минусами облигационных займов являются

значительные затраты времени на выпуск, жесткие стандарты документации при выпуске и дальнейшем обращении.

При долгосрочном финансировании компании крайне трудно привлечь кредит банка, поэтому на первый план выходят такие инструменты финансовых рынков, как облигации и акции.

Акция – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Акция является именной ценной бумагой¹⁵.

Размещение акций позволяет привлечь деньги без обязательств их возвращения или выплаты кредитов, но требует от эмитентов зрелости: прозрачности деятельности, системы корпоративного управления и т.д. Фактически размещение акций является продажей части бизнеса компании, поэтому большинство владельцев российских компаний или не готовы «делиться» собственностью быстрорастущего бизнеса, или бизнес представляет собой ряд разрозненных активов, приведение которых к инвестиционно привлекательному виду — долгая и трудоемкая процедура.

Эмиссия акций требует от эмитента гораздо большей подготовки, чем организация облигационного займа – привлечение консультантов, юристов, инвестиционных компаний и аудиторов. Соответственно, и значительно увеличиваются расходы, связанные с эмиссией акций.

Используя данный инструмент, эмитент акций получает возможность в относительно короткие сроки аккумулировать значительные объемы ресурсов, не обременяя себя обязательствами в виде займов и кредитов, и фактически бессрочно. Недостатком является необходимость допуска новых акционеров к управлению компанией.

¹⁵Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996г. № 39-ФЗ, статья 2

Сравнительная характеристика долгосрочных инструментов финансирования (облигаций и акций) представлена в Таблице 1.2.2.

Таблица 1.2.2. Сравнительная характеристика долгосрочных инструментов финансирования (облигаций и акций)

Инструмент	Преимущества	Недостатки
1	2	3
Облигация	<p>1) Способствует формированию публичной кредитной истории, что ведет к снижению стоимости заимствования в будущем;</p> <p>2) Возможность гибкого налогового и финансового планирования, возможность управлять размером долга через операции покупки/продажи собственных ценных бумаг;</p> <p>3) Менеджмент сохраняет контроль над компанией, т.к. инвестор не участвует в распределении прибыли</p>	<p>1) Требуют раскрытия большого объема информации для широкого круга инвесторов;</p> <p>2) Необходима государственная регистрация выпусков;</p> <p>3) Затраты для небольших объемов привлечения средств, требуются длительное время подготовки;</p> <p>4) Необходимость выплаты процентов и возврата привлеченных средств</p>
Акция	<p>1) Привлечение финансовых ресурсов без затрат на их рефинансирование;</p> <p>2) Повышение капитализации компании;</p> <p>3) Повышение прозрачности и управляемости компании;</p> <p>4) Мотивация менеджмента и сотрудников;</p> <p>6) Оценка эффективности бизнеса через получение им рыночной стоимости;</p> <p>7) Повышение качества корпоративного управления.</p>	<p>1) Требует открытости и прозрачности деятельности компании;</p> <p>2) Значительны трудовые и финансовые затраты на организацию эмиссии;</p> <p>3) Часто требует проведения реструктуризации бизнеса;</p> <p>4) Приводит к размыванию акционерного капитала и контроля;</p> <p>6) Возможно появление конфликтов интересов;</p> <p>7) Инвестор участвует в распределении прибыли.</p>

Подводя итог, можно сделать вывод, что выбор того или иного инструмента финансирования капитала компании зависит от потребности компании, целей, для которых она привлекает дополнительные средства.

Вексельные программы более просты в организации и проведении сделок, занимают меньше времени, затраты на их реализацию ниже по сравнению с облигационным займом. Поэтому такие программы можно рекомендовать впервые выходящим на фондовые рынки компаниям.

Если объем заимствований большой, либо компания предполагает осуществление инвестиционного проекта сроком от 1 года, то целесообразно выпустить облигационный заем, так как он будет дешевле банковского кредита и снизит риск изменения кредитных условий банком.

Продажа акций требует от эмитента значительных финансовых и временных затрат, однако приносит огромные финансовые ресурсы.

Для многих российских компаний остро стоит вопрос повышения капитализации своего предприятия, особенно в связи с тем, что большинство отечественных компаний имеет заниженную рыночную стоимость. Реальную оценку может дать только публичный рынок.

Практические вопросы выхода компаний малой капитализации на российский фондовый рынок будут рассмотрены во второй главе дипломной работы.

Глава 2. Практические аспекты выхода предприятий малой капитализации на рынок ценных бумаг

§2.1. Российские специализированные торговые площадки для средних и малых компаний

Практический опыт показывает, что IPO проводят крупные и крупнейшие российские компании – лидеры отрасли, государственные корпорации. До 2006 года вопрос выхода на рынок ценных бумаг компаний малой капитализации не рассматривался и казался нереальным. Требования, предъявляемые биржами, для многих российских компаний были трудновыполнимыми.

Активное развитие зарубежных торговых площадок для компаний малой капитализации демонстрировало спрос на инструменты фондового рынка среди данных эмитентов. К концу 2005 году российских компаний, допущенных к торгам на AIM (Лондонский рынок альтернативных инвестиций) было более десяти. С целью стимулирования проведения IPO на отечественном рынке были внесены изменения в законодательство и начались работы по созданию площадки для малых и средних компаний на бирже РТС. Новациями явились¹⁶:

- ❖ дополнение линейки разделов списка ценных бумаг, допущенных к торгам, – появления нового котировального списка «И» (инвестиционный);
- ❖ предоставление возможности проведения IPO одновременно в России и за рубежом («двойные» IPO);
- ❖ оптимизация процесса эмиссии ценных бумаг.

На базе внесенных изменений в законодательство фондовая биржа РТС весной 2006 года приступила к созданию специализированной торговой

¹⁶ Федоров А., Дерешева О. RTS START - стартовая площадка РТС для российских компаний малой и средней капитализации// РЦБ, 2007 г., № 12 (339)

площадки для компаний малой и средней капитализации. 30 января 2007 года RTS Start начала свою работу¹⁷. Основным назначением проекта был допуск ценных бумаг эмитентов малой и средней капитализации к торгам в процессе размещения и (или) обращения.

Цель проекта¹⁸:

- увеличить количество обращаемых на российском рынке ценных бумаг;
- предоставить возможность небольшим, динамично развивающимся компаниям создать и повысить капитализацию;
- предоставить возможность небольшим компаниям, ранее вышедшим на торги фондовой биржи, расторгнуть свои ценные бумаги;
- обеспечить возможность привлечения капитала в реальный сектор экономики с помощью фондового рынка.

RTS Start был интегрирован в основные торги биржи РТС, базировался на их правилах и технологиях. К сегменту, кроме основных требований, предъявлялся ряд дополнительных условий с целью защиты прав и законных интересов инвесторов.

Инструментами RTS Start являлись:

- обыкновенные и (или) привилегированные акции;
- корпоративные облигации.

Включение в RTS Start возможно было только после допуска к торгам в РТС в один из разделов списка ценных бумаг: «Б», «В», «И» и «Внесписок».

В Таблице 2.1.1. представлена информация о включении в сегмент RTS Start ценных бумаг в зависимости от списка РТС.

¹⁷ После слияния бирж РТС и ММВБ 19 декабря 2011 года сектор RTS Start перестал существовать

¹⁸ Федоров А., Дерিশева О. RTS START - стартовая площадка РТС для российских компаний малой и средней капитализации// РЦБ, 2007 г., № 12 (339)

Таблица 2.1.1. Включение акций/облигаций в RTS Start в зависимости от списка РТС¹⁹

Вид инструмента	Котировальные списки			Внесписок
	«Б»	«В»	«И»	
Акции	+	+	+	+
Облигации	+	+	-	+

Акции и облигации могли быть включены в RTS Start при условии удовлетворения следующих требований :

- 1) осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг;
- 2) осуществлена государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг эмитента, или в ФСФР России представлено уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг;
- 3) эмитентом ценных бумаг соблюдаются требования законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и нормативных правовых актов ФСФР России, в том числе о раскрытии информации на рынке ценных бумаг;
- 4) капитализация акций не превышает 3 млрд. руб. (при включении в RTS Start акций);
- 5) объем выпуска корпоративных облигаций по номинальной стоимости не должен превышать 500 млн. руб. (при включении в RTS Start корпоративных облигаций);
- 6) уполномоченный финансовый консультант (УФК) представил на биржу аналитический отчет об эмитенте; если договор с УФК отсутствует (внесписочные ценные бумаги при обращении), аналитический отчет предоставляет маркет-мейкер;

¹⁹ Федоров А., Деришева О. RTS START - стартовая площадка РТС для российских компаний малой и средней капитализации// РЦБ, 2007 г., № 12 (339)

- 7) эмитент представил копию договора с УФК на период нахождения его ценных бумаг в RTS Start (исключением может быть включение ценных бумаг во внесписочный раздел по заявлению участника торгов РТС);
- 8) заключен договор(ы) о выполнении в течение не менее 6 месяцев с первого дня торгов ценными бумагами в RTS Start обязательств маркет-мейкера).

Эмитент ценных бумаг брал на себя обязательства:

- ✓ сообщить на биржу о расторжении договора с УФК не позднее, чем за 15 дней до дня расторжения;
- ✓ заключить в течение одного месяца со дня расторжения договора с прежним УФК новый договор и сообщить об этом факте бирже в течение одного рабочего дня с даты заключения.

Далее рассмотрим подробнее инфраструктурные институты, которые присутствовали в сегменте RTS Start.

Уполномоченный финансовый консультант (УФК) – профессиональный участник рынка ценных бумаг, имеющий лицензию на осуществление брокерской и/или дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, получивший статус финансового консультанта от ФСФР России и аккредитованный биржей в соответствии с установленным ею порядком.

В сегменте RTS Start на уполномоченного финансового консультанта было возложено выполнение следующих обязанностей:

- 1) в случае допуска ценных бумаг к торгам:
 - обеспечение полного и своевременного раскрытия информации об эмитенте на постоянной основе в течение всего срока обращения ценных бумаг в сегменте RTS Start;
 - подписание последнего ежеквартального отчета эмитента;
 - представление на биржу 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.

2) в случае размещения дополнительного выпуска ценных бумаг:

- подготовка и подписание проспекта ценных бумаг;
- представление на биржу экспертного заключения по инвестиционному проекту, требующему привлечения капитала (для эмитентов, занимающихся научно-технической деятельностью либо осуществляющих свою деятельность с использованием прикладных научных исследований).

Маркет-мейкер – участник торгов фондовой биржи, принимающий на себя дополнительные обязательства подавать заявки и совершать сделки с ценными бумагами с целью поддержания цен, спроса, предложения или объема торгов ценными бумагами в соответствии с требованиями Правил проведения торгов по ценным бумагам, на основании соглашений/договоров, заключаемых с биржей²⁰. Маркет-мейкер при исполнении своих обязательств может подавать только безадресные заявки и совершать сделки только от своего имени и за свой счет либо от своего имени и за счет клиента при наличии соответствующих поручений клиента. Поданная заявка должна содержать указание о том, что она подана при исполнении обязательств маркет-мейкера без раскрытия соответствующей информации остальным участникам торгов²¹.

В сегменте RTS Start в обязанности маркет-мейкера входило:

- поддержание ликвидности ценных бумаг эмитента на вторичном рынке с помощью выставления двусторонних котировок в

²⁰ <http://rts.micex.ru/s61>

²¹ Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, утвержденное Приказом ФСФР России от 22.06.2006 N 06-68/пз, п.5.3.3.

пределах заданного спреда на определенном временном отрезке периода торговой сессии;

- оказание услуг по процедурам включения и поддержания ценных бумаг эмитента в котировальных списках биржи;
- незамедлительное информирование эмитента о случаях, препятствующих, делающих невозможным или освобождающих маркет-мейкера от выполнения своих обязательств.

Вышеперечисленные обязанности уполномоченного финансового консультанта и маркет-мейкер показывают, что данные институты играли важную роль при обращении ценных бумаг эмитентов небольшой капитализации на RTS Start. Отметим, что правила биржи не запрещали функции УФК и маркет-мейкера одного и того же эмитента выполнять одному профессиональному участнику рынка ценных бумаг.

Однако реализация инвестиционных стратегий на РТС обеспечивалась не только УФК и маркет-мейкером. Кроме названных институтов, обязательным участником в сегменте RTS Start был аудитор. Участие таких представителей обслуживающей инфраструктуры биржи, как юридический консультант, PR/IR-агентство, было желательным.

В Таблице 2.1.2. представлены эмитенты сектора RTS Start.

В течение первого года торгов с акциями первых четырех эмитентов, представленных в Таблице 2.2.2., было заключено более 30 сделок на сумму около 500 тыс. долларов. Показатели капитализации ОАО «БФ «Коммунар», ОАО «Косогорский металлургический завод» и ОАО «Нефтекамский автозавод», определенные их маркет-мейкерами перед включением в RTS START, выросли на 19, 59 и 17 процентов соответственно. Напротив, капитализация ОАО «Сибирский горно-металлургический альянс», оказалась переоцененной на 9 процентов. Эксперты причиной снижения капитализации компании назвали информацию о неподтвержденных геологической разведкой данных о залежах на одном из рудников эмитента.

Таблица 2.1.2. Эмитенты RTS Start²²

Наименование эмитента	Дата начала торгов	Вид инструмента
ОАО «БФ Коммунар»	30.01.2007	акции обыкновенные
ОАО «Косогорский металлургический завод»	21.02.2007	акции обыкновенные
ОАО «Сибирский горно-металлургический альянс»	01.03.2007	акции обыкновенные
ОАО «Нефтекамский автозавод»	19.04.2007	акции обыкновенные
ОАО «Армада»	31.07.2007	акции обыкновенные
ОАО "Электроцинк"	02.06.2008	акции обыкновенные

9 января 2008 года ценные бумаги основного и дополнительного выпуски ОАО «Армада» были переведены из RTS Start в основные торги РТС.

При всем оптимизме организаторов RTS Start, на мой взгляд, данная площадка не смогла реализовать возложенные на нее ожидания. В день открытия RTS Start организаторы планировали, что в течение первого года на площадку из секции внебиржевой торговли RTS Board перейдут около 50 эмитентов. Как показала практика, всего 6 эмитентов разместили свои акции на данном альтернативном сегменте.

После слияния ММВБ и РТС 19 декабря 2011 года осталась только одна площадка для компаний малой капитализации – РИИ ММВБ-РТС.

Идея организации на ММВБ сектора небольших высокотехнологичных компаний зародилась еще в 2002 года, однако анализ рыночной ситуации показал, что его открытие необходимо перенести. По словам Александра Потемкина, на тот момент Президента ЗАО «ММВБ», на первоначальном

²² Таблица составлена по материалам статьи Федорова А., Деришевой О. RTS START - стартовая площадка РТС для российских компаний малой и средней капитализации// РЦБ, 2007 г., № 12 (339) , а также новостей сайта <http://www.rts.ru/a16768>

этапе предусматривалось создание площадки исключительно для небольших инновационных компаний²³. Однако из-за опасений, что спрос среди инновационных компаний будет незначительным, решено было создать сектор для растущих и инновационных организаций.

Формирование сектора инновационных и растущих компаний на Фондовой бирже ММВБ началось в 2006 году. 27 июня 2006 года были введены Правила листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг в новой редакции.

Почему именно эта дата была выбрана в качестве начала деятельности сектора инновационных и растущих компаний ММВБ? За период времени с 2002 по 2007 года был образован сектор RTS Start, в тестовом режиме заработала «Фондовая Биржа Высоких Технологий». Этот временной отрезок, по словам Леонида Реймана, на тот момент министр информационных технологий и связи РФ, характеризовался тем, что российские компании сектора информационно-коммуникационных технологий (ИКТ) на протяжении нескольких лет показывали высокие темпы роста, опережающие темпы нефтедобывающей и сталелитейной отраслей, объем сектора ИКТ превысил 1 трлн. руб., существенно увеличились иностранных инвестиций в российскую отрасль ИКТ²⁴. По многим показателям сектор ИКТ выглядел привлекательным для инвестирования.

Хочется подчеркнуть, что новый сектор был выделен в рамках существующей структуры списка торгуемых ценных бумаг. Это означает, что первичным является включение эмитента в Котировальный список или Перечень внесписочных ценных бумаг. Только после вышеуказанного включения у кандидата появлялась возможность разместить ценные бумаги в Секторе ИРК, если, конечно, он соответствовал всем требованиям данного сектора. Сектор обслуживался существующей инфраструктурой Группы ММВБ: на Фондовой бирже ММВБ происходило первичное размещение и

²³ Сектор ИРК – место встречи инвесторов и эмитентов // Биржевое обозрение, 2007 г., №8 (46)

²⁴ Инвестиции для инноваций // Биржевое обозрение, 2007 г., №8 (46)

вторичное обслуживание ценных бумаг, клиринг и расчеты осуществлялись межрегиональная расчетно-депозитарная и клиринговая часть инфраструктуры Группы ММВБ.

14 июня 2007 года – дата открытия торгов в Секторе инновационных и растущих компаний Фондовой биржи ММВБ. В этот день прошло размещение паев фонда «Финам – информационные технологии». Таким образом, на крупнейшей в России, СНГ, Восточной Европе фондовой бирже начал функционировать Сектор инновационных и растущих компаний. Основной целью его создания является формирование условий для эффективного привлечения инвестиций и проведения IPO в инновационном и быстро растущем секторе экономики России. Создание сектора укладывалось в русло государственной политики по изменению вектора развития российской экономики и перехода к инновационной модели роста.

Данный сектор ММВБ ориентирован на компании таких сфер экономики, как телекоммуникации, интернет-бизнес, разработка программного обеспечения, радиоэлектроника и полупроводники, биотехнологии и фармацевтика и прочие, т.е. сферу высоких технологий.

Цели создания специального Сектора ИРК²⁵:

- формирование условий для эффективного привлечения инвестиций в инновационный и быстрорастущий сектор экономики компаниями малого и среднего бизнеса;
- создание предпосылок для массовых IPO этих компаний;
- предотвращение ухода компаний малой и средней капитализации на зарубежные площадки;
- решение задач венчурного финансирования в стране.

Инструментами сектора ИРК являлись:

- акции;
- корпоративные облигации;

²⁵Сектор ИРК ММВБ: удачная премьера // Биржевое обозрение, 2007 г., №8 (46)

- паи ПИФов.

Одним из основных критериев для участия в секторе ИРК является инновационный характер бизнеса компании-кандидата. Приоритет имеют компании, ведущие деятельность в передовых, высокотехнологичных отраслях экономики.

Следующий критерий – темп роста кандидата. Важной составляющей является динамика и перспектива роста эмитента. Приоритет при включении в сектор получают компании, темпы роста выручки которых составляют не менее 20% по итогам финансового года, предшествующего году размещения ценных бумаг на бирже. Но Дирекция Фондовой биржи оставляет за собой право снижения значения данного критерия. На мой взгляд, этот факт важен в связи с колеблющейся ситуацией как на мировом, так и российском экономическом пространстве. В кризисные и посткризисные периоды темпы роста выручки в 20% и более, на мой взгляд, выглядят достаточно завышенными.

Сектор ИРК также открыт для молодых растущих компаний других, не высокотехнологичных, отраслей экономики. При этом они должны соответствовать требованиям по капитализации: от 100 млн. руб. до 5 млрд. руб. Как и с предыдущим критерием, предельные значения данного показателя могут быть изменены по решению Дирекции Фондовой биржи.

В случае допуска в Сектор ИРК облигаций объем выпуска не должен составлять менее 15 млн. руб.

Система включения эмитента в сектор ИРК является достаточно гибкой. Однако для обеспечения качества и «элитарности» Фондовая биржа ММВБ решила к кандидатам применять жесткие требования по раскрытию информации как на этапе включения в сектор, так и на протяжении всего периода обращения ценных бумаг. Эмитент, помимо стандартного набора документов, сведений и информации для Котировальных списков или

Перечня внесписочных ценных бумаг, должен предоставлять через Биржу инвесторам ряд дополнительных документов²⁶:

- инвестиционный меморандум, в котором более полно и неформально в отличие от унифицированных стандартов проспекта эмиссии и решения о выпуске раскрывается информация о финансово-хозяйственной деятельности компании. Инвестиционный меморандум предоставляется на этапе проведения размещения в Секторе.
- корпоративный календарь, раскрывающий для инвесторов годовой событийный ряд компании-эмитента.

Гарантом качества и информационной прозрачности компаний сектора ИРК является институт листинговых агентов, созданный специально для данного сектора Фондовой биржи ММВБ. Институту отводится важная роль в становлении и развитии сектора. Листинговые агенты предназначены для облегчения доступа на биржу небольших растущих компаний, в большинстве своем которые не имеют достаточного опыта публичности. Они способствуют повышению уровня прозрачности компаний, обеспечению надлежащей защиты прав инвесторов и следят за отсутствием распространения недостоверных сведений и информации.

Рассмотрим подробнее требования, установленные Фондовой биржей к институту листинговых агентов, и непосредственно его деятельность.

Основное требование к листинговым агентам – это наличие опыта по выводу эмитента на фондовый рынок (корпоративное финансирование, публичное размещение акций, управленческое, юридическое, налоговое и аудиторское заключение, содействие в области PR-акций и маркетинга финансовых продуктов, аналитическая поддержка эмитента). Листинговым агентом может стать компания, соответствующая требованиям биржи, заключившая договор с эмитентом об оказании услуг по подготовке комплекта документов для допуска ценных бумаг к размещению и

²⁶Сектор ИРК: основные характеристики // Биржевое обозрение, 2007 г., №8 (46)

обращению на ММВБ в секторе ИРК, а также выполняющая дополнительные функции (например, финансового консультанта, обеспечения процесса раскрытия информации эмитентом при поддержании его ценной бумаги в секторе ИРК).

Листинговые агенты должны пройти на бирже процедуру аккредитации. Для получения аккредитации они должны удовлетворят вышеперечисленным требованиям, а также предоставить на биржу 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 эмитента. К тому же данное письмо должно содержать информацию о менеджерах организации, отвечающих за эту деятельность, и сотрудниках, занятых в этих направлениях.

Аккредитация листинговых агентов осуществляется на 1 год, далее срок может был продлен. В электронном виде на бирже ведется список всех аккредитованных, продливших аккредитацию, досрочно прекратившим аккредитацию листинговых агентов.

Создание института листинговых агентов является не единственной уникальной разработкой сектора ИРК. Помимо общих традиционных услуг (листинг, биржевой консалтинг, технологическое обеспечение, PR и маркетинговая поддержка), специально для эмитентов данного сектора разработан ряд дополнительных сервисов на основе современных технология. С помощью технологии webcast внедрена система виртуальных road-show – презентаций в сети интернет, определение целевой группы инвесторов и доступа к специализированным базам данных инвесторов. Эти уникальные технологии позволяют эмитентам успешно провести размещение и воспользоваться IR-сопровождением в дальнейшем. Таким образом, биржа ММВБ способствует увеличению возможностей привлечения компаниями малой капитализации источников финансирования.

Как уже отмечалось ранее, размещение и обращение ценных бумаг в Секторе ИРК происходит с их обязательным включением в один из Котировальных списков ММВБ или Перечень внесписочных ценных бумаг. Отсюда следует, что для прохождения листинга компания должна удовлетворять как требованиям сектора ИРК, так и соответствующего Котировального списка.

Марина Астреина, руководитель группы клиентской работы Фондовой биржи ММВБ, подчеркивает, что небольшим компаниям путь на рынок ценных бумаг лучше начинать со списка «И» ММВБ, т.к. он имеет наиболее лояльные критерии: «При включении в этот список к эмитентам не предъявляются требования по сроку существования, безубыточности баланса, ежемесячному объему сделок за последние 3 месяца и размеру free-float. Капитализация обыкновенных акций эмитента для включения в котировальный список «И» должна быть не менее 60 млн. руб., что даже меньше нижней границы капитализации, установленной для Сектора ИРК»²⁷.

Сектор ИРК стал важен с точки зрения возможностей обращения ценных бумаг небольших компаний и с точки зрения реального привлечения инвестиций. С 2000-х годов инновационным направлением бизнеса стал сектор телекоммуникаций, интернет-бизнеса, производство полупроводников и программного обеспечения, НИОКР, биотехнологии, наукоемкое производство в сфере машиностроения и национальных проектов. Отрасль информационных технологий ранее не была представлена на российских биржах – отсюда высокая торговая активность.

Помимо привлечения инвестиций для развития бизнеса, сектор дал инновационным и быстро растущим компаниям хорошую возможность exit strategy (стратегия выхода), для тех, кто не побоялся и вложил свои деньги в компании этого сектора.

С 15 июля 2009 году на базе сектора ИРК начал действовать новый сектор для компаний малой капитализации под названием «Рынок

²⁷Сектор ИРК: основные характеристики // Биржевое обозрение, 2007 г., №8 (46)

Инноваций и Инвестиций» (РИИ) ЗАО «ММВБ». РИИ ММВБ — биржевой сектор для высокотехнологичных компаний, созданный ЗАО «ММВБ» совместно с ОАО «РОСНАНО».

После слияния 2 основных российских бирж сектор РИИ стал основным сегментом для размещения компаний малой капитализации.

Основной задачей РИИ ММВБ является содействие привлечению инвестиций, прежде всего, в развитие малого и среднего предпринимательства инновационного сектора экономики России.

При ММВБ создан Координационный совет для организации эффективного взаимодействия по проекту РИИ, который, по мнению властей, обладает высокой значимостью для инновационного развития России. В данный Координационный совет вошли представители профильных министерств и ведомств, институтов развития, законодательной власти и профессиональных ассоциаций. Председателем Координационного совета является Председатель Правления ОАО «РОСНАНО» Анатолий Чубайс.

Организаторы называют 3 основные цели создания Рынка Инвестиций и Инноваций²⁸:

- формирование прозрачного механизма привлечения инвестиций в инновационные и высокотехнологические сектора российской экономики;
- поддержка новых компаний на всех стадиях их развития с помощью инвестиционной цепочки, которая предполагает финансирование от ранней стадии развития до выхода на биржевой рынок;
- содействие государственно-частному партнерству.

Эмитенты, выбравшие РИИ ММВБ-РТС, приобретают следующие преимущества:

²⁸<http://rts.micex.ru/s25>

- ✓ позиционирование своей компании и возможность выделиться среди других;
- ✓ привлечение потенциальных инвесторов, желающих инвестировать в небольшие быстро растущие компании;
- ✓ поддержка со стороны биржи, которая своей стратегической целью называет развитие сектора РИИ, и институтов развития;
- ✓ компенсация издержек по выходу на фондовый рынок (государство при выходе эмитента в сектор РИИ компенсирует 50% затрат);
- ✓ наличие налоговых льгот для инвесторов (нулевая ставка по налогу на прирост капитала).

Эти преимущества стали возможны благодаря в том числе тому, что сектор РИИ предоставляет ряд дополнительных услуг эмитентам, а именно: маркетинговая программа, набор IR инструментов при выходе на торги (презентации, роад-шоу), комплекс мер по поддержанию вторичной ликвидности (маркет- мейкерские программы, IR), аналитическая поддержка, публикация отчетности и презентаций на сайте ММВБ-РТС в разделе РИИ.

Критерии отбора компаний в сектор РИИ по сравнению с бывшим сектором ИРК изменились:

- ❖ значительную долю выручки эмитент формирует за счет деятельности в инновационных или высокотехнологичных областях экономики;
- ❖ оценочная капитализация не менее 50 млн. руб.;
- ❖ эмитент предоставляет инвестиционный меморандум.

В рамках РИИ, как и при ИРК, продолжает действовать институт листинговых агентов.

В настоящее время на РИИ представлены ценные бумаги 24 эмитентов, в том числе 7 венчурных фондов, с общим объемом капитализации 39,7 млрд. рублей. В Таблице 2.1.3. продемонстрированы все эмитенты сектора РИИ по состоянию на 28 апреля 2012 года.

Диаграмма процентного соотношения секторов экономики, представленных на РИИ, показана на Рисунке 2.1.1.

Процентное соотношение всего сектора РИИ изображено на Рисунке 2.1.2.

Таблица 2.1.3. Список компаний, представленных в секторе РИИ

ЭМИТЕНТЫ АКЦИЙ РИИ ММВБ-РТС

Эмитент/тикер	Дата допуска к торгам	Капитализация (МС) на 28.04.2012, млн.руб.	P/E	EV/S	EV/EBITDA
Армада/ARMD	31.07.2007	3738	7,60	0,60	4,91
O2TV/ODVA	25.07.2008	271	н/д	1,12	6,29
НЕКК/NEKK	08.04.2009	181	н/д	н/д	н/д
ИСКЧ/ISKJ	10.12.2009	953	85,02	4,48	55,67
ДИОД/DIOD	23.06.2010	1222	8,75	1,42	5,87
РНТ/RNAV	07.07.2010	966	12,37	2,18	11,22
Фармсинтез/ LIFE	24.11.2010	1379	40,18	3,06	19,71
ДЗРД/DZRD	30.12.2010	429	н/д	н/д	н/д
Платформа Ютинет.ру/UTII	23.06.2011	4124	153,71	4,16	144,46
ПЛАЗМЕК/PLSM	31.08.2011	729	34,4	н/д	н/д
СИТРОНИКС/SITR	30.09.2011	5175	н/д	0,53	5,90
Медиа группа Война и мир/MGVM	28.11.2011	179	1,98	0,65	2,71
Наука-Связь/NSVZ	08.12.2011	619	15,12	1,06	13,18
НПО Наука/NAUK	12.12.2011	2692	н/д	н/д	н/д
ЕВК/EVCO	16.04.2012	650	н/д	н/д	н/д

ВЕНЧУРНЫЕ ФОНДЫ РИИ ММВБ-РТС

Эмитент/тикер	Дата допуска к торгам	СЧА на 28.04.2012, млн.руб.
ЗПИФ Финам-IT УК БИН Финам Групп	14.06.2007	10 555
Региональный венчурный ЗПИФ Воронежской области – УК «Сберинвест»	16.12.2010	280
Региональный венчурный ЗПИФ Республики Башкортостан – УК «Сберинвест»	16.12.2010	400
Региональный венчурный ЗПИФ Калужской обл. – УК «Сберинвест»	16.12.2010	280
Региональный венчурный ЗПИФ Челябинской обл. – УК «Сберинвест»	16.12.2010	480
Венчурный ЗПИФ «Биопроцесс Капитал Венчурс» – УК «БКП»	31.04.2011	3 000
Венчурный ЗПИФ «Передовые нанотехнологии» – УК SM.art	24.06.2011	100

В зависимости от степени зрелости и капитализации эмитента Рынок Инвестиций и Инноваций поделен на 3 основные сегмента. Охарактеризуем подробнее каждый подсектор.

Основной сектор – РИИ. Это биржевой сектор, позволяющий инновационным компаниям проводить публичные размещения (IPO/SPO) и

допускать ценные бумаги к вторичному обращению во всех режимах торгов на ФБ ММВБ-РТС.

Рисунок 2.1.1. Распределение отраслей экономики на основе капитализации эмитентов на РИИ²⁹

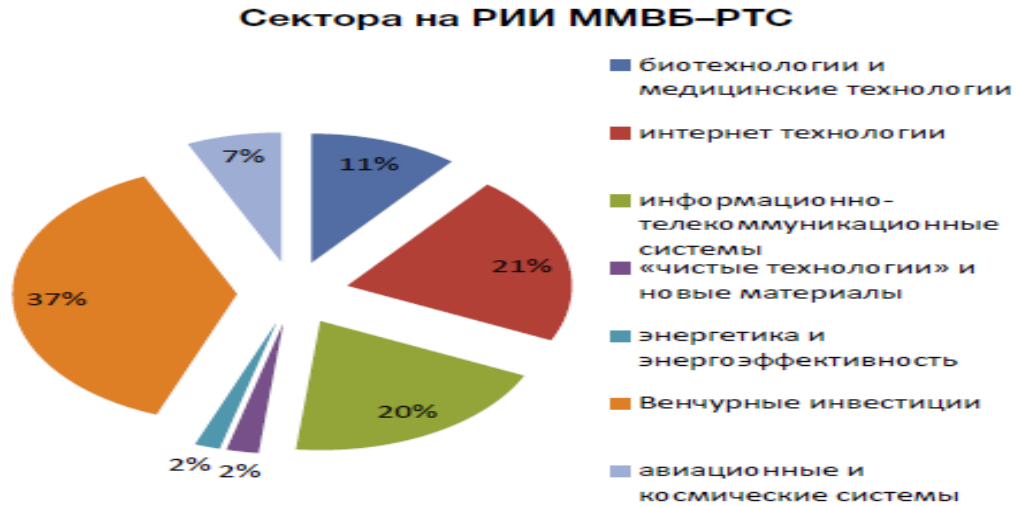
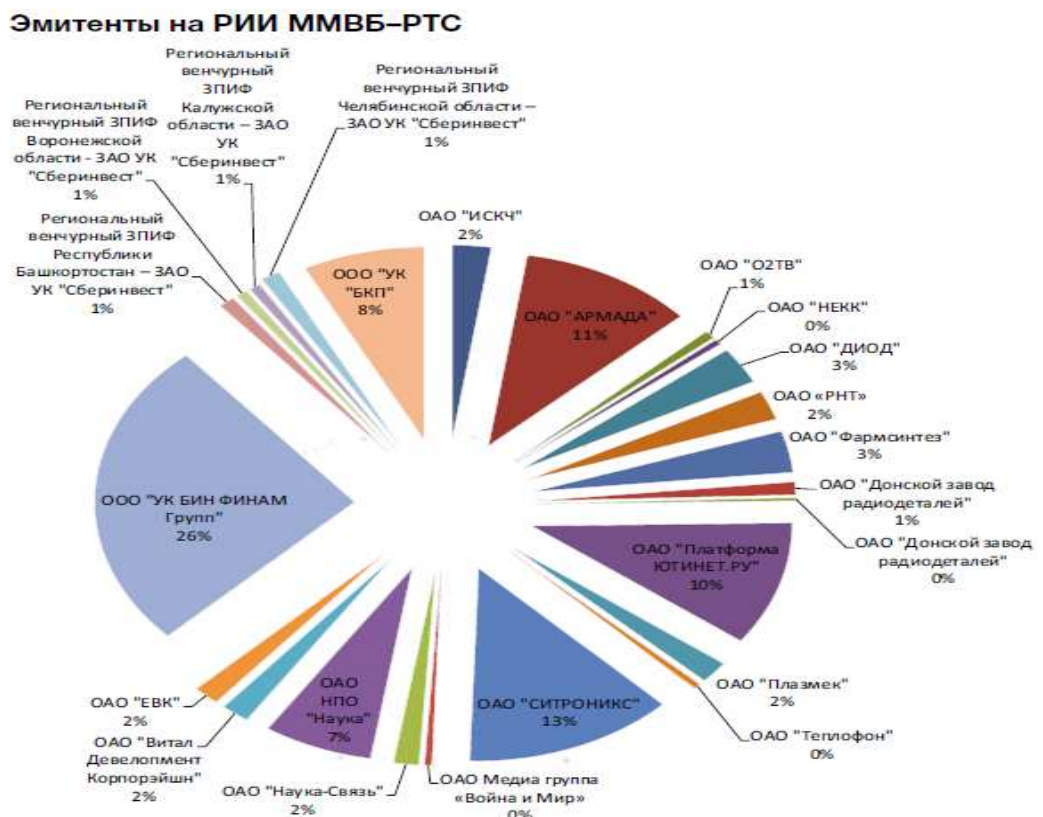


Рисунок 2.1.2. Процентное соотношение капитализации эмитентов на РИИ³⁰



²⁹ Ежемесячный отчет сектора РИИ ММВБ-РТС, май 2012 // <http://fs.rts.micex.ru/files/1260>

³⁰ Ежемесячный отчет сектора РИИ ММВБ-РТС, май 2012 // <http://fs.rts.micex.ru/files/1260>

Для молодых компаний, которые еще не готовы к проведению полноценного IPO, создан подсектор РИИ-2. Данный подсектор предполагает проведение частных размещений с помощью биржевых технологий и листинга в режиме переговорных сделок только для квалифицированных инвесторов³¹. Преимуществами РИИ-2 является то, что затраты на размещение среди квалифицированных инвесторов ниже по сравнению с IPO среди неограниченного круга лиц, отсутствует спекулятивный капитал и волатильность ценных бумаг, существует оперативный контроль состава акционеров.

Третий сектор на РИИ ММВБ-РТС называется РИИ-Борд (IPOboard). Это web-ресурс, созданный для формирования механизмов привлечения инвестиций непубличными и инновационными компаниями на ранних стадиях развития. Комментируя запуск проекта, президент ММВБ-РТС Рубен Аганбегян заявил: «IPOboard — важный инструмент подготовки инновационных компаний к публичному рынку и формирования культуры корпоративного управления, что является необходимым условием успешной реализации всего проекта РИИ в целом»³².

По состоянию на 1 мая 2012 года на IPOboard действуют 38 компаний и зарегистрировано около 500 инвесторов и пользователей, включая все крупнейшие венчурные фонды РФ. До конца 2012 года планируется увеличить число компаний до 50, а число инвесторов – до 1000³³.

Самой волатильной компанией в секторе РИИ является ОАО «Война и мир». Диаграмма среднедневной доходности эмитентов РИИ представлена на Рисунке 2.1.3.

Интересны результаты проведенного анализа корреляции между доходностью индексов MICEXINNOV и MICEXSC. Наиболее коррелирован с доходностью индекса MICEXINNOV эмитент ОАО «Плазмек», а с MICEXSC – ОАО «Армада».

³¹ Определение квалифицированного инвестора дано в ФЗ №39 "О рынке ценных бумаг" в статье 51

³² Ежемесячный отчет сектора РИИ ММВБ-РТС, май 2012 // <http://fs.rts.micex.ru/files/1260>

³³ Там же

Рисунок 1.1.3. Диаграмма средней дневной доходности эмитентов РИИ за 2012 год

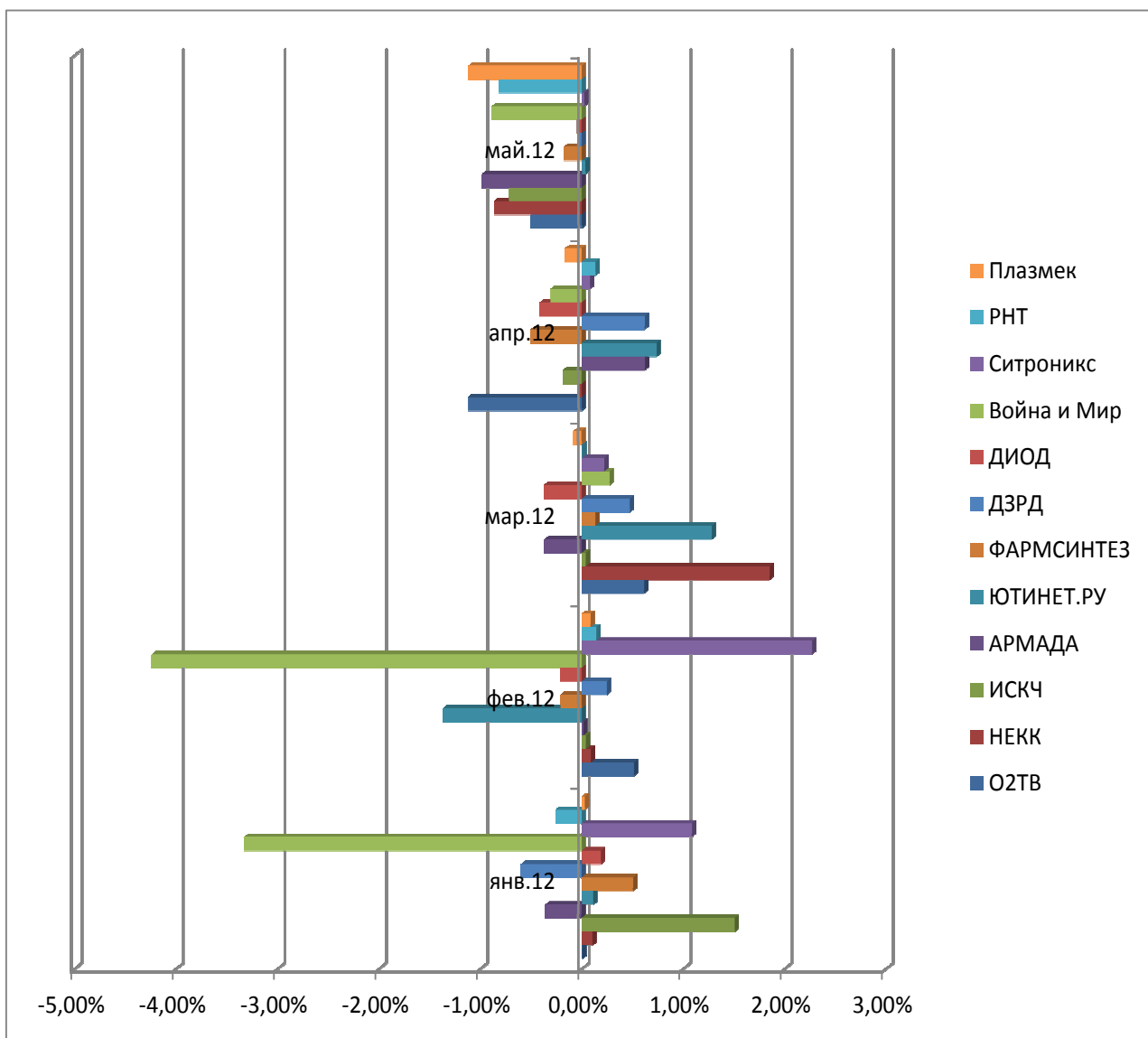


Рисунок 2.1.4. График корреляции между доходностью Плазмек и MICEXINNOV

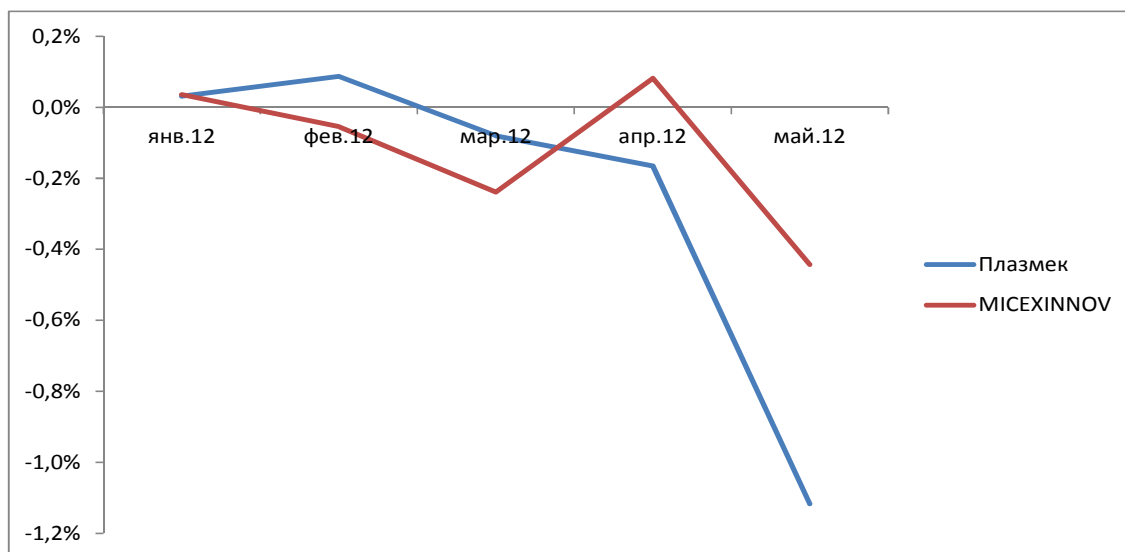
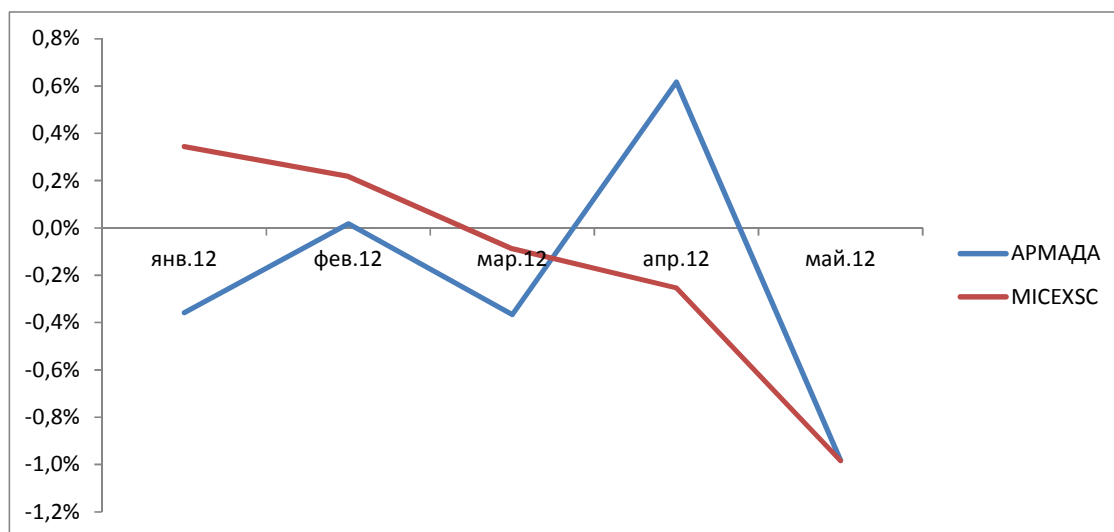


Рисунок 2.1.5. График корреляции между доходностью Армада и MICEXSC



С момента образования Рынка Инвестиций и Инноваций на фондовой бирже ММВБ интерес со стороны малого и среднего бизнеса к новому инструменту мини-ИРО не угасает. Отзывы первых разместившихся компаний показывают, что опыт выходы на биржевой рынок оказался удачным. Образовавшаяся нагрузка в виде публичности небольших компаний с лихвой перекрывается возможностями, которые предоставило размещение на рынке ценных бумаг.

Эмитенты ОАО «Институт Стволовых клеток Человека» и ОАО «Платформа Ютинет.Ру» заявляют, что останавливаться на достигнутом не собираются и в среднесрочной перспективе готовятся к проведению вторичное размещение как на отечественном рынке (ОАО «ИСЧК»), так и на зарубежных площадках (ОАО «Платформа Ютинет.Ру»)³⁴.

Нисколько не отрицая положительные черты создания РИИ, следует упомянуть, что данный сектор еще далек от совершенства. За 2,5 года существования только 24 компании разместили свои ценные бумаги. На мой взгляд, активность инвесторов в отношении РИИ ММВБ-РТС сдерживается следующими причинами:

- достаточно низкая ликвидность акций, представленных в секторе РИИ;
- недостаточная «раскрученность» как самой площадки, так и ее эмитентов;
- отсутствие множества ярких историй успеха после проведения размещения;
- преобладание спекулятивных инвесторов.

Размещения ценных бумаг на бирже является не единственным способом выхода на фондовый рынок. Существует так называемый «черный ход»³⁵ с помощью механизма обратного поглощения. Альтернативный способ заключается в приобретении частной компанией 90 – 99% акций публичной компании в обмен на 100% собственных акций или активов. В результате происходит рокировка – частная компания получает контроль над публичной, которая в свою очередь владеет частной.

В процессе обратного поглощения частная компания становится публичной без осуществления первичного размещения ценных бумаг. Как правило, наименование публичной компании изменяется. В

³⁴ IPO на ММВБ для малого и среднего бизнеса: отзывы первых клиентов // РЦБ, 2011 г., №9

³⁵ Партин И. Черный ход на фондовый рынок // РЦБ, 2007 г., №12 (339)

профессиональных кругах компанию, которую использовали для поглощения, принято называть «компанией-оболочкой», так как обычно она не ведет никакой деятельности и не имеет активов, существуя на фондовом рынке только за счет предоставления периодической отчетности регулирующим органам.

Задача публичного размещения акций состоит в диверсификации источников привлеченных ресурсов с помощью публичной продажа крупного пакета акций внешним инвесторам. Цель обратного поглощения – исключительно выход компании на фондовый рынок, без привлечения инвестиций сторонних инвесторов. Для привлечения финансирования компания может уже после обратного поглощения организовать частное размещение или вторичное публичное размещение акций.

Исходя из целей различных способов выхода на фондовый рынок, можно сделать вывод, что обратное поглощений предпочтительнее по сравнению с IPO для тех компаний, которые не планируют скорого привлечения финансирования после него. Организации, выбравшие путь обратного поглощения, с помощью него заранее выходят на биржу для создания успешной публичной истории, которая в будущем позволит привлекать средства на выгодных условиях.

Преимущества обратного поглощения по сравнению с IPO обобщенно делятся на 3 группы: меньшие затраты, короткий срок для выхода на фондовый рынок, меньшие требования со стороны регулирующих органов.

Вся процедура первичного размещение акций в среднем занимает от 1 до 4 лет³⁶. Компания, желающая привлечь капитал с помощью IPO, предварительно грамотно оформляет финансовую отчетность, проводит аудит, создает единую прозрачную холдинговую структуру, а также приобретает опыт привлечения финансирования (например, выпуск облигационного займа). Часто требуется реструктуризация бизнеса и введение процедур корпоративного управления.

³⁶ Партин И. Черный ход на фондовый рынок // РЦБ - 2007, №12 (339)

Непосредственно сам этап размещения занимает около 3 месяцев. При этом если андеррайтер не сможет собрать достаточное количество заявок от потенциальных инвесторов или рыночная ситуация будет неблагоприятной, то IPO может не состояться или быть отложенным на неопределенный срок.

Обратное поглощение не требует затрат времени на публичные мероприятия до момента осуществления, поэтому может быть проведено в достаточно короткий срок – от 2 до 6 месяцев.

Расходы на IPO зачастую составляют фиксированную величину, в которую входит оплата услуг аудиторов, юристов, вознаграждения андеррайтера. Для повышения привлекательности акций при размещении их стоимость заявляется на 10 – 15 % ниже реальной. Таким образом, суммарные затраты на IPO исчисляются в миллионах долларов.

Обратное поглощение требует затрат на юридическое оформление сделки, на приобретение «компании-оболочки» (старым акционерам достается 5 – 10 % акций), а также на вознаграждение консультантов, организующих поглощение. Суммарные расходы в итоге не превышают 0,5 млн. долл. (без учета стоимости акций частной компании, которые достаются давним акционерам «компании-оболочки» и консультантам).

Положительной стороной обратного поглощения являются менее жесткие требования к раскрытию информации со стороны частной компании. Уже после свершения сделки обратного поглощения компания обязана будет предоставлять регламентированный список документов, как и все эмитенты, ценные бумаги которых обращаются на бирже. Преимуществом «черного хода» является то, что он позволяет ограничиться списком регулярно подаваемых документов, которые на большинстве бирж подразумевают раскрытие значительно меньшего объема информации, чем при размещении.

Финансовые консультанты, которые предоставляют услуги по организации обратных поглощений, приводят в качестве аргументов при выборе данного способа выхода на рынок ценных бумаг преимущества, которые дает компании публичный статус, а именно:

- расширение и диверсифицирование возможностей привлечения капитала;
- наличие инструмента оценки текущей рыночной стоимости компании;
- использование акций в качестве залога, средства платежа и поощрения работников;
- возможность первоначального владельца в любой момент выйти из бизнеса и диверсифицировать свои активы.

Следует учитывать, что данные преимущества появляются, если акции ликвидны и хорошо оценены рынком. В противном случае продажа акций с целью привлечения средств или выхода владельца из бизнеса окажется крайне невыгодной, рыночная стоимость компании не будет отражать ее реальной стоимости, а использование акций в качестве средства платежа не будет отвечать интересам инвесторов.

Недостатками обратного поглощения являются скандалы, связанные с неучтенными долгами «компаний-оболочек», обнаружившиеся после сделки, и получение быстрого дохода от роста акций новой компании после обратного поглощения давними акционерами «компаний-оболочки», которые продавали свои пакеты на пике стоимости сразу после сделки, тем самым снижая цену акций.

Подводя итог, отметим, что на сегодняшний день на отечественном биржевом рынке осталась только одна площадка для компаний малой капитализации – «Рынок инвестиций и инноваций» ММВБ-РТС. За несколько лет работы на нем было размещено 24 компании. По мнению Дениса Пряничникова, директор департамента новых рынков ММВБ-РТС, успешными были 2 размещения – ОАО «ИСЧК» и ОАО «Платформа Ютинет.Ру»³⁷.

Мини-ИРО в России находится в стадии становления и вызывает недоверие у потенциальных инвесторов. Однако тот факт, что биржа в

³⁷ Мини-ИРО на ММВБ: новые возможности привлечения капитала для малого и среднего бизнеса // РЦБ, 2011 г., №9

качестве своих стратегических задач рассматривает развитие сектора РИИ, настраивает на оптимизм. Уделяя большое внимание малому и среднему бизнесу объединенная биржа подчеркивает свою позицию, что в среднесрочной перспективе именно малое и среднее предпринимательство станет основным поставщиком «голубых фишек» на российский фондовый рынок.

§2.2. Практика выхода компании малого бизнеса на фондовый рынок на примере ОАО «ИСКЧ»

На примере ОАО «Институт Стволовых Клеток Человека» (далее – ИСКЧ), которое разместило свои акции в конце 2009 года в секторе РИИ ММВБ, рассмотрим выход компании малой капитализации на рынок ценных бумаг.

ОАО «ИСКЧ» – российская биотехнологическая компания, основанная в 2003 году. ИСКЧ занимается научными исследованиями и разработками в области медицины, а также внедрением, коммерциализацией и продвижением собственных инновационных медицинских препаратов и услуг на базе клеточных, генных и постгеномных технологий.

Компания начала свою деятельность успешно реализованным проектом в сфере процессинга и хранения клеточного материала. И сегодня созданный в 2003 году банк персонального хранения стволовых клеток пуповинной крови Гемабанк – это действующий бизнес, стабильно генерирующий денежный поток, лидер российского рынка.

На сегодняшний день ИСКЧ – международная биотехнологическая компания с лабораториями и офисами в Москве, Санкт-Петербурге, Украине и Германии. ИСКЧ – это современные процессинговые лаборатории и хранилища клеточного материала, а так же исследовательские лаборатории – Лаборатория Клеточных Технологий в Москве и биотехнологическая лаборатория компании Symbiotec в Саарбрюкене (Германия), а также научный журнал «Клеточная трансплантология и тканевая Инженерия».

Миссия ИСКЧ заключается во внедрение клеточных и ген-терапевтических технологий в практическое здравоохранение с целью

повышения качества жизни клиентов, а также в прививании культуры биологического страхования молодого поколения.

Общая стратегия ОАО ИСКЧ – создание международной биотехнологической компании с офисами в СНГ, Европе, Азии. Стратегия предполагает географическое и продуктивное развитие существующего бизнеса сбора и хранения стволовых клеток до межрегионального уровня, а также создание и развитие нового высокомаржинального и технологичного бизнеса по разработке, регистрации и серийному производству препаратов на основе клеточного материала.

Основными партнерами ОАО «ИСКЧ» являются Онкологический Центр им. Н.Н. Блохина и Институт Общей Генетики им. Н.И. Вавилова, где располагаются научно-производственные мощности института.

Также компания сотрудничает со следующими организациями:

- Гематологический Научный Центр РАМН, Москва;
- ЗАО «Крионикс», Санкт-Петербург;
- DRK- немецкий красный крест, Германия;
- Институт Гематологии и трансфузиологии, Санкт-Петербург.

Несколько лет назад компанией ИСКЧ было подсчитано, что на интересующие ее инвестиционные проекты до конца 2011 года потребуются сумма в размере 293 млн. руб., из которых только 128 млн. руб. могло быть профинансировано собственными средствами. Оставшаяся сумма в 135 – 165 млн. руб. планировалось привлечь с помощью IPO – продажа 15 000 000 обыкновенных акций. Согласно внеочередному общему собранию акционеров ИСКЧ от 22 сентября 2009 года было принято решение о проведении публичного размещения ценных бумаг.

Обыкновенные акции основного выпуска ОАО «ИСКЧ» были включены в Перечень внесписочных ценных бумаг ЗАО «ФБ ММВБ» с 22

мая 2006 года. В силу отсутствия рыночных сделок с акциями значение капитализации ОАО ИСКЧ не было определено.

Среднесписочная численность работников на протяжении первого полугодия 2009 года составила 75 человек, а также инновационный характер бизнеса предопределили размещение акций нового выпуска в Секторе инновационных и растущих компаний.

Денежные средства от размещения ценных бумаг необходимы были для:

1. Увеличения доли рынка в России до 70% за счет усиления маркетинга и экспансии в регионы;
2. Расширения банка за счет покупки дополнительного лабораторного оборудования и криохранилищ;
3. Географической диверсификации бизнеса путем поглощения компании-аналога в одной из стран СНГ с целью занять не менее 60% местного рынка;
4. НИОКР и доведения до стадии коммерциализации собственных уникальных инновационных препаратов;
5. Создания лаборатории для серийного производства инновационных препаратов.

В процентном соотношении распределение 165 млн. руб., полученных от будущего IPO, в 2010 – 2011 годах должны были распределиться между перечисленными выше целями следующим образом (Таблица 2.2.1.)

ИСКЧ при выходе на публичный рынок столкнулась со следующими рисками. Макроэкономические риски:

- падение темпов роста российской экономики: длительный спад экономической активности может привести к снижению бюджетов компании на развитие основного бизнеса, разработку и

Таблица 2.2.1. Освоение требуемых инвестиций в размере 165 млн. руб. в 2010 -2011 гг.³⁸

Цель	%
Создание лабораторий для производства инновационных препаратов	45,5
Поглощение в СНГ	18%
НИОКР в инновационные препараты	16
Маркетинг и расходы на представителей (экспансия в регионах)	11,5
Приобретение ОС (криохранилища, лабораторное оборудование)	9
ВСЕГО инвестиционная программа	100

продвижение инновационных клеточных технологий и препаратов и спаду спроса со стороны потребителей биотехнологических услуг;

- удорожание импортных материалов и оборудования, замедление темпов внедрения новых инновационных клеточных технологий в связи со снижением мировых цен на товары российского экспорта, падением курса рубля, «слабостью» денежной политики Минфина РФ;
- рост мировых цен на ресурсы и укрепление курса рубля может привести к увеличению себестоимости и росту непредвиденных расходов.

Отраслевые риски:

- риск изменения конкурентной среды на рынках сбыта ИСЧК может привести к падению выручки;

³⁸ Таблица составлена на основе Инвестиционного меморандума ОАО «Институт Стволовых клеток Человека» // http://www.micex.ru/articles/file/4955/Memo_IHSC_final.pdf

- риск неудачной интеграции и ошибки менеджмента, т.к. стратегия развития компании предполагает внедрение на европейский, азиатский, а также рынок СНГ;
- при экспансии на зарубежные рынки есть вероятность задержки выхода на рынок из-за непродуманного маркетингового плана или неподготовленности компании, что в свою очередь приведет к увеличению финансовых и временных затрат при снижении результатов операционной деятельности;
- недостаточная информированность клиентов как России, так и новых рынков, любая ошибочная информация о компании или о рынке ствольных клеток могут снизить объемы продаж и увеличить издержки на восстановление имиджа;
- возможное создание новых методов лечения смертельных заболеваний потребует своевременного и быстрого обновления продуктовой линейки компании, в противном случае – ИСЧК нужно будет время на завоевание доли рынка;
- будущие НИОКР и производство инновационных препаратов может столкнуться с отказом в регистрации или сниженным спросом по сравнению с запланированным.

Финансовые риски:

- инфляция может привести к росту себестоимости и прочих расходов;
- колебания обменных курсов могут привести к увеличению затрат на импортное оборудование и снижению выручки.

Риск ликвидности:

- существует риск низкой биржевой ликвидности акций ИСЧК после выхода на рынок ценных бумаг в виду малого размера компании и небольшого free-float.

Прочие риски:

- несовершенство российского законодательства в области клеточных технологий создает риск неопределенности для инвестиций и хозяйственной деятельности: увеличение финансовых и временных издержек из-за внесения соответствующих поправок в нормативно-правовые акты.

Проведенный SWOT-анализ компанией показал сильные и слабые стороны, а также потенциальные угрозы и возможности бизнеса.

Таблица 2.2.2. SWOT-анализ компании ОАО "ИСЧК"

S (сила):	W (слабость):
<ol style="list-style-type: none">1) лидер банков стволовых клеток в РФ (54% рынка);2) лидер рынка клеточных технологий в РФ;3) сотрудничество с ведущими медицинскими организациями, в том числе и международными;4) квалифицированный менеджмент и сильная научная команда;5) узнаваемый и популярный бренд «Гемабанк», высокая лояльность потребителей;6) географическая диверсификация;7) отлаженная логистика доставки образцов из регионов;8) наличие двух лицензированных лаборатории;9) НИОКР клеточных технологий и инновационных продуктов;10) наличие уникальных патентов, лицензий и разрешений Минздрава РФ;11) в собственности международная биотехнологическая компания.	<ol style="list-style-type: none">1) отсутствие помещений в собственности;2) временный дефицит собственных мощностей для производства инновационных препаратов.

Продолжение Таблицы 2.2.2.

О (Возможности):	Т (Угрозы):
<p>1) реализация услуги выделения и хранения фибробластоподобных клеток;</p> <p>2) продуктовая диверсификация (расширение линейки за счет «новых» услуг и продуктов);</p> <p>3) успешное прохождение испытаний инновационных препаратов и начало их производства;</p> <p>4) доступ к новым рынкам (Европа, Азия) и новым перспективным инновационным технологиям/патентам за счет удачных поглощений.</p>	<p>1) обострение конкуренции за счет поглощений наиболее сильных конкурентов крупными западными банками или их самостоятельного выхода на российский рынок;</p> <p>2) недостаточно проработанная нормативная база;</p> <p>3) административные барьеры в «новых» регионах РФ, связанные с новизной услуги.</p>

Таким образом, представленный выше SWOT-анализ показывает, что ОАО «ИСЧК» является уникальной компанией по хранению стволовых клеток на российском рынке. Сильные стороны и потенциальные возможности эмитента значительно преобладают по сравнению со слабыми сторонами и возможными угрозами. Выход на биржевой рынок и привлечение финансирования увеличивают силу ИСЧК и добавляют новых возможностей в последующей деятельности.

10 декабря 2009 года в Секторе ИРК состоялось размещение акций ОАО «ИСЧК» (Институт Стволовых Клеток Человека). Основные параметры эмиссии представлены в Таблице 2.2.3.

Таблица 2.2.3. Основные параметры эмиссии ОАО "ИСЧК"

Параметр	Характеристика
Вид и класс ценных бумаг	Обыкновенные именные бездокументарные акции
Объем выпуска	15 000 000 (20% от увеличенного уставного капитала)
Номинал акций	10 коп.
Диапазон цены	9 – 11 руб.
Капитализация	712,5 млн. руб.
Дата размещения	10 декабря 2009 года
Организатор/ листинговый агент	ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ»
Регистратор	ЗАО «Иркоп»
Площадка	Сектор РИИ ММВБ
Торговый код акций	ISKJ
Наименование эмитента на бирже	iИСКЧао

Особенности заключения сделок при размещении акций компании ОАО «ИСЧК»

1. Продажа пакета акций текущим акционерам производилась по открытой подписке с использованием системы торгов ММВБ в режиме торгов «Размещение: Адресные заявки». Цена продажи акций определялась Советом директоров.

2. До даты начала продажи через биржу акций, предлагаемых к продаже, эмитент сформировал предварительную книгу заявок (механизм book-building).

После даты закрытия предварительной книги заявок и до даты продажи акций, предлагаемых к продаже, через Биржу все лица, направившие Письмо в указанный срок, были уведомлены о количестве акций, которые эмитент

готов им продать. Данное решение эмитент принимал по своему усмотрению на основе данных в предварительной книге заявок.

В случае, если потенциальный покупатель не являлся участником торгов ЗАО «ФБ ММВБ», он должен был заключить договор о брокерском обслуживании с любым профессиональным участником рынка ценных бумаг, имеющим лицензию на осуществление брокерской деятельности на рынке ценных бумаг, и одновременно являющимся участником торгов ЗАО «ФБ ММВБ» и дать ему поручение на приобретение необходимого количества акций.

3. Сделки заключались между ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ», действующего как брокер от своего имени по поручению и за счет Эмитента, и профессиональными участниками рынка ценных бумаг, являющимися участниками торгов ЗАО «ФБ ММВБ», действующими от своего имени и за счет приобретателей акций, либо от своего имени и за свой счет, путем удовлетворения ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» адресных заявок на покупку акций, поданных с использованием торговой Системы ЗАО «ФБ ММВБ» в установленном нормативными документами ЗАО «ФБ ММВБ» порядке.

4. Если заявка покупателя на покупку акций, предлагаемых к продаже, не была удовлетворена в процессе размещения, то деньги депонированные покупателем на счете участника торгов ЗАО «ФБ ММВБ» были возвращены в сроки, предусмотренные законодательством РФ.

5. У ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» отсутствовала обязанность по приобретению не проданных в срок акций эмитента, предлагаемых к продаже.

6. Минимальный объем заявки зависел от кода расчетов, выставляемого в заявке на покупку. Было возможным выставление одного из указанных кодов расчета: T0 и Z0.

Минимальный объем заявки при коде расчетов T0 (клиринг происходит по окончании торгов на Бирже) – 1 000 акций, при Z0 (режим прямого

клиринга, клиринг происходит после совершения сделки) – 10 млн. рублей (согласно требованиям биржи).

Максимальный объем заявки был ограничен количеством акций, предлагаемых к продаже, и аллокацией (предварительным распределением акций), произведенной эмитентом для каждого покупателя по механизму book-building.

7. Режим расчетов при заключении сделок купли-продажи акций, предлагаемых к продаже, через биржу - T0 или Z0 («поставка против платежа») в соответствии с правилами, установленными внутренними документами клиринговой организации, обслуживающей расчеты по указанным сделкам, оформленным на ФБ ММВБ.

Зачисление акций на счета конечных приобретателей происходило в тот же день после проведения Клиринговой организацией клиринга в соответствии с выбранным кодом расчетов (Z0 или T0).

По решению Эмитента, в случае если часть акций, предлагаемых к продаже, осталась бы непроданной, возможно было продление периода продажи акций через Биржу.

8. Условия продажи одинаковы для всех покупателей.

9. Сумма затрат эмитента составила около 5 млн. рублей.

Инфраструктурная поддержка выпуска акций компании

ОАО «ИСЧК»:

- 1) ведение реестра владельцев именных ценных бумаг осуществляет ЗАО «Иркомп»;
- 2) листинговый агент, продавец – ЗАО «АЛОП Инвест»;
- 3) соорганизаторы размещения – ЗАО «Финам», ЗАО «Русские фонды»;
- 4) расчетные центры и депозитарии - ЗАО «Фондовая биржа ММВБ», «Национальный расчетный депозитарий»;

5) аудитор - ООО «Деловая экспертиза».

Размещение акций ОАО «ИСЧК» стало единственным IPO за весь 2009 год на ММВБ. В результате размещения у компании появилось около новых 300 акционеров, из них 90% - физические лица и лишь 10% - юридические лица и брокерские компании.

Первые дни торгов акций ОАО «ИСЧК» показали недооцененность интереса инвесторов к данной компании. 11 декабря началось вторичное обращение акций ОАО «Институт стволовых клеток человека». В первый день обращения суммарный объем торгов по бумагам составил более 189 млн. руб. (из них в режиме основных торгов — 129,4 млн. руб., в режиме переговорных сделок — 60, 25 млн. руб.). Количество сделок с акциями составило 6 311. По итогам первого дня торгов акции ОАО «ИСЧК» прибавили 28%, закрывшись на отметке 12,2 руб. Максимум дня составил 13,50 руб. за акцию (цена первого дня – 9,5 руб. за акцию)³⁹.

Показатели выручки после проведения IPO, представленные на Рис. 2.2.1., говорят о ежегодном увеличении данного показателя. Это является свидетельством реализации инвестиционной программы, которая ставилась как главная цель публичного размещения акций ИСЧК.

За первый квартал 2012 года выручка компании на несколько миллионов рублей превзошла аналогичный показатель прошлого года. Если положительная динамика продолжится и ситуация на рынке будет благоприятной, то можно спрогнозировать, что к концу 2012 года размер вырученных средств от покупателей составит около 240 млн. руб.

³⁹ Мы смогли открыть новые перспективы для российского финансового рынка (интервью с генеральным директором ОАО «ИСЧК» Артуром Исаевым) // Ежемесячный обзор ММВБ, 2009 г., №12

Рисунок 2.2.1. Показатели выручки ОАО "ИСЧК"



ИРО позволило компании значительно увеличить количество образцов в Гемабанке стволовых клеток (Рис. 2.2.2.)

Рисунок 2.2.2. Динамики количества договоров в Гемабанке



Количество образцов в 2011 году в Гемабанке по сравнению с уровнем 2008 года (до ИРО) увеличилось на 881. Средний прирост в год составляет 12%.

За несколько лет обращения акций ИСЧК на бирже только в августе - сентябре 2011 года ценные бумаги показали значительную отрицательную

доходность (Рисунок 2.2.3.). Это было связано с падением всего рынка на тот период.

Рисунок 2.2.3. График изменения доходности акций ИСЧК⁴⁰



Факторы успеха выхода биотехнологической компании ОАО «ИСЧК» на фондовый рынок

- 1) ИСЧК – лидер стволовых клеток в России.
- 2) Действующий бизнес.
- 3) Инновационные проекты.
- 4) Открытость компании.
- 5) Отсутствие на фондовом рынке подобных предложений.
- 6) Заявленная эмитентом привлекательная дивидендная политика после ИРО– 15 – 20 % от чистой прибыли.
- 7) Наличие в структуре научной лаборатории с перспективными разработками/патентами.
- 8) В случае успеха – вывод клеточных и ген-терапевтических препаратов на рынки СНГ, Европы и Азии, который обеспечит устойчивый рост капитализации в долгосрочной перспективе.

Размещение акций ИСЧК – первое размещение полностью инновационной, высокотехнологичной компании. Это и запуск торгов в новом секторе ФБ ММВБ (РИИ ММВБ), и новые инвесторы, и вложения в

⁴⁰ <http://www.finam.ru/analysis/profile0000300006/default.asp?set=1>

новый бизнес. Фактически, ИСЧК стала пионером «русского NASDAQ». ОАО «ИСЧК» является первым российским биотехом на бирже.

Акции компании показывают хороший уровень ликвидности (300 инвесторов во время размещения, 2 409 на 23.04.2010 г. (закрытие реестра для ГОСА по итогам 2009 года) и 1 768 на 29.04.2011 г. (закрытие реестра для ГОСА по итогам 2010 года)⁴¹.

Средний ежемесячный объем торгов составляет порядка 4 – 5 млн. руб.

По сумме всех факторов ОАО «Институт Стволовых Клеток Человека» было удостоено звания «Лучшее IPO инновационной компании».

В настоящее время завершается формирование нового среднесрочного бизнес-плана компании. Он должен определить точную цифру финансирования предполагаемых проектов. Руководство ИСЧК рассматривает возможность привлечения необходимой суммы с помощью SPO.

Первичное размещение акций ОАО «ИСЧК» в секторе РИИ показывает, что возможен успешный опыт выхода на рынок ценных бумаг компании малой капитализации. Компания не только привлекла больше финансовых ресурсов, чем изначально планировала, но и получила значительное число частных акционеров и ценный опыт, который может использовать в будущем.

Для любой компаний выход на фондовый рынок – это дорогостоящая процедура. Не каждое предприятие малого или среднего бизнеса может позволить себе отвлечение значительных ресурсов для первичного размещения на рынке ценных бумаг. Потенциальному эмитенту нужно время для получения публичной истории. Но если руководство понимает, что

⁴¹<http://www.hsci.ru/> Данные за 2011 год будут опубликованы в июне 2012 года после годового общего собрания акционеров, намеченного на 26 июня 2012 года.

компания имеет достаточный потенциал, чтобы в перспективе превратиться в успешного и привлекательного для инвестирования игрока фондового рынка, то необходимо делать выбор в пользу инструментов рынка ценных бумаг.

Какие на сегодняшний момент проблемы стоят перед потенциальными эмитентами и их инвесторами, а также как решить эти проблемы, обсудим в третьей главе дипломной работы.

Глава 3. Проблемы выхода компаний малой капитализации на фондовый рынок и возможные пути их решения

Практический опыт показывает, что существуют успешные истории выхода компаний малой капитализации на российский фондовый рынок. Однако для более активного развития данного сегмента рынка необходимо обращать внимание и устранять проблемы, которые стоят перед малым и средним бизнесом, а также его потенциальными инвесторами.

С моей точки зрения, основными проблемами, которые возникают у предприятий малой капитализации при выходе на фондовый рынок являются:

- отсутствие развитой инфраструктуры, которая способствует обращению ценных бумаг эмитентов малой капитализации;
- несовершенство российской законодательной базы в области рынка ценных бумаг;
- высокие финансовые издержки при выходе и обращении на рынке ценных бумаг;
- длительные сроки подготовки и осуществления эмиссии,
- несовершенство корпоративного управления;
- неготовность малых и средних компаний открыто вести бизнес;
- недоверие инвесторов к фондовому рынку из-за низкой ликвидности и постоянных колебаний;
- проблемы налогового законодательства;
- наличие значительного количества недружественных поглощений.

Рассмотрим каждую проблему подробнее и проанализируем возможные пути ее решения.

Отсутствие развитой инфраструктуры фондового рынка для компаний малой капитализации

Под инфраструктурой фондового рынка понимается совокупность систем, организаций и технологий, позволяющая как эмитенту, так и инвестору повысить эффективность деятельности и снизить риски, связанные с операциями купли-продажи ценных бумаг.

Текущая ситуация характеризуется незначительным присутствием на фондовом рынке России компаний малой капитализации, узкой инвесторской базой с преобладанием спекулянтов, а также низкой информированностью о площадке для данного сегмента рынка (РИИ ММВБ-РТС).

Для улучшения уровня ликвидности ценных бумаг малого и среднего бизнеса бирже необходимо активнее работать с институтом маркет-мейкерства.

Информационные барьеры могут быть сняты с помощью адресного проведения регулярных маркетинговых мероприятия, направленных как на потенциальных эмитентов, так и на инвесторов. Продвижение и популяризация РИИ поможет не только увеличить количество представленных на данной площадке компаний, но и повысить их качество.

Итак, бирже необходимо оказывать помощь эмитентам, выходящим на РИИ. Данная помощь заключается в содействии при проведении IPO, в том числе с госструктурами и регуляторами. В идеале, если биржа будет оказывать компаниям малой капитализации консалтинговые услуги, формировать среду и инструментарий для поддержания ликвидности на вторичном рынке, способствовать увеличению потока информации об эмитентах.

Несовершенство российской законодательной базы и государственного регулирования в области рынка ценных бумаг

На сегодняшний день финансовый рынок России находится в стадии развития. В связи с этим государственные органы выбрали подход в области его регулирования, основанный на жестких предписаниях: «сверху» формируются массивы правил, норм деловой практики, власти непосредственно участвуют в строительстве рынка, вмешиваются в его деятельность в моменты кризисов и т.д.

Законодательная база представлена следующими специальными законами: «О рынке ценных бумаг», «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах», «Об инвестиционных фондах», «Об ипотечных ценных бумагах» и т.д. – и различными нормативными и подзаконными актами.

Последние годы характеризовались масштабным принятием изменений в законодательстве: в день одобрялось до 7 нормативно-правовых актов. Законодательство в области рынка ценных бумаг не стало исключением и претерпело значительные изменения.

Важнейшим событием стало подписание закона о создании центрального депозитария⁴². Появление центрального депозитария должно послужить к улучшению качества инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Произошли существенные изменения на рынке корпоративных облигаций. Федеральный закон от 27 июля 2006 г. № 138-ФЗ "О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" ввел новый вид облигаций – биржевые облигации.

«Стратегия развития 2020», разработанная НФА в декабре 2011 года, предлагает следующие изменения законодательства в части компаний малой капитализации⁴³:

⁴² Федеральный закон от 07.12.2011 № 414-ФЗ «О центральном депозитарии»

⁴³ <http://www.nfa.ru/docs/strategy2020.pdf>

- ввести дифференциацию финансовых санкций за нарушения в области раскрытия информации, защиты прав и интересов инвесторов в зависимости от масштабов бизнеса эмитента,
- устранить чрезмерные размеры штрафов для среднего и малого бизнеса (которые могут быть сопоставимы с размерами доходов от ведения основной деятельности),
- реализовать программы государства по выводу эмитентов на фондовый рынок на основе обязательного листинга: акционерных обществ на российских биржах (в соответствующих сегментах крупной, средней и малой капитализации) в случае, если они получают государственное финансирование на капитальные вложения, а также на цели исследований и развития (из федерального бюджета и внебюджетных фондов федерального уровня); при организации долгового финансирования с участием государства (венчурные проекты (с последующим выходом малых компаний на капитализацию в сегменте высокотехнологичных компаний), инфраструктурные проекты, в т.ч. с выпуском облигаций и т.п.).

Российское фондовое законодательство начинает существенно изменяться под воздействием развития IPO в России. Однако необходимость расширения доступности данного рынка для большинства отечественных компаний весьма настоятельна. Только учет этих замечаний позволит создать объемный рынок ценных бумаг в России.

Высокие финансовые издержки при выходе и обращении на рынке ценных бумаг

Компании, выходящие на рынок ценных бумаг, должны понимать, что им придется столкнуться со значительными финансовыми расходами как на предварительных этапах, так и после размещения. Затраты включают в себя комиссию андеррайтера, финансового консультанта, биржи и депозитария,

расходы на раскрытие информации в печатных изданиях, СМИ, маркетинговые расходы.

Снижения финансовых издержек при эмиссии можно достичь путем создания специализированных фондов для рынка молодых и быстрорастущих компаний. Данные фонды должны частично компенсировать затраты эмитентов на подготовку и проведение размещения ценных бумаг для компаний малой капитализации.

На сегодняшний день государство в секторе РИИ компенсируется эмитенту 50% затрат по выходу на данную площадку. Данную практику, на мой взгляд, необходимо распространить и на сектор РИИ-2, и на IPOboard.

Высокие темпы роста, которые являются целью многих компаний, сложно поддерживать только с помощью средств, заработанных самой компанией. Следовательно, организации выходят на фондовый рынок с целью привлечения внешнего заемного капитала. Получается замкнутый круг – для получения внешнего финансирования компания должна потратить значительный объем собственных средств, которые и так являются дефицитными.

Вариант создания государственного кредитования реализуется следующим образом. Первоначальные затраты на организацию выхода на рынок ценных бумаг, которые составляют львиную долю от всех затрат на размещение и обращение берет на себя государство. После того как произошло привлечение финансирования с помощью фондового рынка компания малой капитализации должна вернуть в полном объеме выданный ей кредит, а также заплатить минимальный процент.

Данное кредитование абсолютно укладывается и в стратегию развития фондового рынка в части увеличения его участников, и в концепцию социальной поддержки малого и среднего бизнеса, а также высокотехнологичных компаний. Сегодня значительная доля государственного кредитования предприятий идет напрямую на развитие их производств. Почему бы с помощью тех же средств не дать этим

предприятиям расширить свою деятельность, стать публичными и приобрести стратегических инвесторов, которые приведут компании к желаемому финансовому результату?

Длительные сроки подготовки и осуществления эмиссии

Средняя продолжительность размещения акций длится от 1 до 4 лет⁴⁴. За этот период оформляется финансовая отчетность, проводится аудит, создается единая прозрачная холдинговая структура. Для компаний малой капитализации затраты времени еще больше, т.к. предварительно необходимо создать себе публичную историю с помощью привлечения финансирования на рынке ценных бумаг (выпуск вексельного или облигационного займа). Часто требуется реструктуризация бизнеса и введение процедур корпоративного управления.

Этап размещения занимает около 3 месяцев⁴⁵, при этом если андеррайтер не сможет собрать достаточное количество заявок от потенциальных инвесторов или рыночная ситуация будет неблагоприятной, то IPO может не состояться или быть отложенным на неопределенный срок.

Для упрощения процедуры эмиссии ценных бумаг можно предложить следующие основные меры:

- введение уведомительного порядка государственной регистрации для ценных бумаг малого объема эмиссии и ограниченном числе первичных инвесторов, не предназначенных для публичного обращения на организованных рынках;
- увеличение срока с даты государственной регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг до полного их размещения с 1 до 2 лет;
- введение возможности частичной оплаты акций при их размещении;

⁴⁴ Партин И. Черный ход на фондовый рынок // РЦБ, 2007 г., №12 (339)

⁴⁵ Там же

- упрощение процедуры эмиссии при размещении ценных бумаг только среди квалифицированных инвесторов;
- сокращение объема раскрываемой информации по малым объемам эмиссий, не предназначенных для публичного обращения;
- разрешение инвесторам продавать приобретенные при размещении ценные бумаги сразу после их оплаты, до регистрации отчета или направления уведомления об итогах выпуска;
- увеличение возможностей для выпуска биржевых облигаций (предоставить право на их выпуск всем эмитентам, не только чьи ценные бумаги включены в котировальные списки, если они могут обеспечивать раскрытие информации в требуемом объеме, а также увеличить максимально допустимый срок выпуска данных облигаций).

Итак, основными идеями вышеперечисленных мер являются увеличение количества потенциальных эмитентов и инвесторов ценных бумаг и сокращение регулятивных издержек компаний малой и средней капитализации (инновационного, быстрорастущего сектора российской экономики) в сегменте ценных бумаг, не предназначенных для публичного обращения. К сожалению, на сегодняшний день концентрации облегченных регулятивных режимов преимущественно сосредотачивается на уровне крупнейших эмитентов.

Проблемы налогового законодательства

Данная проблема непосредственно связана с уровнем процентных ставок, наличием налоговых льгот, сложностью налоговой системы.

Налогообложение операций на финансовых рынках обусловлено рядом факторами. Первым фактор – это высокая мобильность финансового капитала, что повышает важность создания максимально привлекательных

условий для развития финансового бизнеса. Второй – построение налогообложения на основе валового объема операций, а не чистой прибыли по ним. Из-за взимания налогов с валового объема операций, а не с чистой прибыли (естественно, валовой объем операций на финансовом рынке в разы превосходит размеры прибыли), рентабельность финансовой деятельности занижена. В-третьих, фрагментарность рынка в связи с различием в налоговых ставках между разными категориями участников ведет к его неэффективности. Уровень процентных ставок на сегодняшний день представлен в Таблице 3.1.1.

Таблица 3.1.1. Уровень процентных ставок по налогам на ценные бумаги (по состоянию на май 2012 года)

На доходы физических лиц	13%, 30% (нерезиденты)
На прирост стоимости ценных бумаг	13%
На дивиденды	9%, 15% (нерезиденты)
На проценты	20%

Вывод из этой таблицы заключается в том, что интересы инвесторов искажены отсутствием необходимых налоговых стимулов. Поэтому первоочередной задачей является создание режима налогообложения как физических, так и юридических лиц в части доходов по акциям и облигациям, стимулирующего долгосрочное вложение средств в ценные бумаги небольших компаний и приоритетные отрасли экономики. На мой взгляд, первыми шагами на пути к решению вышеуказанной проблемы должны стать следующие мероприятия:

- 1) введение целевых налоговых льгот: а) при соблюдении минимальных сроков владения акциями компаний малой капитализации (например, от 1 года)⁴⁶; б) на инвестиции в венчурные и быстрорастущие

⁴⁶ В соответствии с изменениями от 2009 года в пп. 1 п. 3 ст. 284 НК РФ к налоговой базе, определяемой по доходам, полученным российскими организациями в виде дивидендов, применяется налоговая ставка в размере 0% при условии, что на день принятия решения о выплате дивидендов получающая дивиденды организация в течение не менее 365 календарных дней непрерывно владеет на праве собственности не менее чем 50%-ным вкладом (долей) в уставный (складочный) капитал (фонд) выплачивающей дивиденды

- компании, компании высоких технологий; в) для акций, обращающихся на организованных рынках (льготы возникают, если акции прошли листинг и обращаются на фондовой бирже);
- 2) освобождение от налогообложения доходов по корпоративным облигациям компаний малого и среднего бизнеса;
 - 3) создание равного налогового режима в части инвестиций в ценные бумаги компаний малой капитализации для физических лиц – резидентов и нерезидентов или снижение повышенных налоговых ставок нерезидентов при условии держания ценных бумаг не менее определенного срока (например, 3 года);
 - 4) введение вычета из налоговой базы процентов за кредит, взятого на покупку акций компаний малого и среднего бизнеса, в полном объеме;
 - 5) обеспечение равенства в условиях налогообложения традиционных банковских продуктов и ценных бумаг компаний малой капитализации⁴⁷.

Таким образом, решение проблемы налогообложения я вижу в уточнении правил взимания налогов и сборов и совершенствовании налогового администрирования в целом. На текущий момент создан ряд благоприятных налоговых режимов для инновационных предприятий: произошла отмена двойного налогообложения инновационных предприятий, введены налоговые каникулы на время осуществления инновационного проекта, снижены налогооблагаемая база на сумму расходов на НИОКР. Однако глобальной задачей является расширение налоговых стимулов для всех классов инвесторов, объем которых в России существенно уступает международной практике. Недостаточно используются налоговые

организации. Ранее в законодательстве было оговорено еще одно условие - стоимость доли должна была составлять не менее 500 млн. руб. Следовательно, произошла либерализация законодательства, которая позволяет и собственникам малых и средних предприятий воспользоваться данной льготой.

⁴⁷ Основа широких розничных операций с банковскими депозитами - освобождение доходов от процентов по банковским вкладам, если они выплачиваются в пределах сумм, рассчитанных исходя из ставки рефинансирования Центрального банка Российской Федерации, увеличенной на 5 процентных пунктов. В сравнении с налоговым режимом, установленным для банковских депозитов, любые ценные бумаги проигрывают, доходы полностью по ним подлежат налогообложению.

инструменты для стимулирования долгосрочных инвестиций, прежде всего розничных инвесторов. Искусственно занижена налоговая привлекательность ценных бумаг и финансовых продуктов, основанных на них, в сравнении с банковскими депозитами.

Несовершенство корпоративного управления

Под термином «корпоративное управление» понимается система взаимодействия между акционерами и руководством компании, включая её совет директоров, а также другими заинтересованными лицами, с помощью которой реализуются права акционеров.

Состояние системы корпоративного управления является важным фактором инвестиционной привлекательности предприятия. Сегодня не внедрены стандарты корпоративного управления в работу малых и средних компаний, переход на введение международных стандартов бухгалтерского учета и отчетности носит добровольный характер.

Работа над улучшением корпоративного управления преследует решение следующих задач:

- совершенствование нормативной базы по раскрытию информации на рынке ценных бумаг, в том числе создание единого центра раскрытия корпоративной информации⁴⁸;
- принятие пакета законопроектов, направленных на предотвращение условий для корпоративных конфликтов и повышение ответственности директоров и менеджеров компаний;
- совершенствование регулирования участия аффилированных лиц;
- совершенствование законодательства о хозяйственных обществах в части структуры и компетенции органов управления;
- совершенствование регулирования реорганизации компаний.

⁴⁸ Респондент Интерфакс Бизнес Сервис в ответах на вопросы о РИИ ММВБ-РТС сказал следующее: «Каждую неделю или каждый месяц должна быть подборка: у этих компаний были такие новости - кто-то выпустил отчетность, кто-то выпустил новый проект, кто-то готовит новые размещения. Вот эта информация, если бы она была собрана в одном пуле, если бы это делала сама биржа и отправляла всем заинтересованным лицам (аналитикам, клиентам), приковывала бы больше внимания к площадке» // <http://rts.micex.ru/s507>

Проблема недружественных поглощений

Непосредственно из проблемы непрозрачности малого и среднего бизнеса вытекает значительное распространение недружественных поглощений. Отсутствие прозрачности бизнеса приводит к наличию «запутанной» структура владения, нарушению ведения документооборота. В свою очередь это способствует успешным действиям рейдеров, которые заинтересовываются активами компании. К сожалению, основной целью собственников и менеджмента является получение максимальной текущей прибыли. В то время как они откладывают приведение всей документации в соответствие с законодательством, рейдеры присмотревшись к активам компании, проводят недружественное поглощение.

В России самыми распространенными способами недружественного поглощения являются⁴⁹:

1. Консолидация (скупка) мелких пакетов акций;
2. Преднамеренное доведение компании до банкротства;
3. Целенаправленное понижение стоимости предприятия и приобретение его активов;
4. Оспаривание прав собственности на стратегически важные активы (производственно-технологический комплекс, права недропользования ит.п.);
5. "Покупка" менеджеров предприятия.

Как видно, новейшая история России знает множество способов недружественных поглощений. Остановимся на способах минимизации рисков незаконного захвата активов подробнее⁵⁰:

- четкое выстраивание управления компанией и надлежащее оформление всех решений органов управления (совета директоров, собрания

⁴⁹ Никитин Л.Л., Нуржинский Д.В. Стратегия и тактика защиты от недружественного поглощения // Институт проблем предпринимательства, 24.05.2004, <http://www.ipnou.ru/article.php?idarticle=000066>

⁵⁰Чернецкая А. Рейд невозможен без коррупции // Институт проблем предпринимательства, 04.12.2008, <http://www.ipnou.ru/article.php?idarticle=005327>

акционеров/участников, правления). Регулярное информирование юридическим отделом компании регистрирующие органы (ФНС, которая ведет ЕГРЮЛ, Федеральную регистрационную службу, ведущую ЕГРП) о произошедших изменениях в учредительных документах, составе участников, а также надлежащее оформление первичных прав собственности на объекты недвижимости. Не забывать регулярно запрашивать выписки из ЕГРЮЛ и ЕГРП.

- внимательно относиться к хранению различных документов (учредительных и правоустанавливающих), которые подтверждают права на акции, активы и т.д. Во избежание подделки печати, следует иметь только 1 или 2 ее экземпляра, причем лучше с «защитой».
- постоянный контроль топ-менеджмента с целью недопущения злоупотреблений с их стороны. Собственнику следует иметь рычаги мониторинга активов, регулярно проводить внутренний аудит, который позволит выявить различные нарушения и злоупотребления.
- диверсификация активов среди нескольких юридических лиц;
- образование резервного предприятия с целью выведения активов в случае опасности недружественного поглощения;
- контроль над долговым портфелем.

Если предупредительные мероприятия не были предприняты вовремя и рейдеры уже начали атаку на компанию, собственникам и топ-менеджменту следует предпринять следующие меры⁵¹:

1. Создание искусственной кредиторской задолженности и перевод ее на компании, подконтрольные собственникам общества.
2. Реорганизация общества. Вместо одной компании с привлекательными активами перед рейдером оказывается множество более мелких, относительно самостоятельных и защищенных компаний.
3. Встречная скупка акций захватчика.

⁵¹Торянников А. Как защититься от недружественного поглощения//Финансовый директор, 2007 г., №5(59)
http://www.cliff.ru/articles/articles_41.html

4. Инициирование судебных процедур в отношении рейдера.

Выход предприятия на фондовый рынок с помощью эмиссии акций представляет собой продажу части компании инвестору и, как следствие, потерю доли контроля над бизнесом. Все это приводит к возможности недружественного поглощения, а также вероятности манипулирования.

Данная проблема может отпугнуть предприятие от использования инструментов фондового рынка в качестве возможных источников формирования капитала. Своевременное применение всех превентивных мер поможет снизить вероятность возникновения недружественного поглощения.

Неготовность малых и средних компаний открыто вести бизнес

Современными чертами российского малого и среднего бизнеса можно назвать раздробленность и непрозрачность, распределение активов, обязательств и денежных потоков между многими компаниями, заниженные размеры собственного капитала, действующие схемы минимизации налогообложения.

Компаниям малого и среднего бизнеса необходимо заранее готовиться к выходу на фондовый рынок. Возможно, придется провести реорганизацию, оптимизировать структуру компании, вывести непрофильные активы, приступить к ведению аудированной финансовой отчетности по международным стандартам. Конъюнктура фондового рынка весьма изменчива, поэтому малым и средним предприятиям желательно заранее приступить к созданию положительной публичной истории, чтобы быть готовым к использованию инструментами фондового рынка в случае необходимости и при благоприятных внешних факторах.

Недоверие инвесторов к фондовому рынку из-за низкой ликвидности и постоянных колебаний

Недоверие инвесторов к российскому фондовому рынку связано с постоянно меняющимся законодательством, высоким уровнем налогообложения, не стимулирующим долгосрочные вложения.

Повышению ликвидности рынка ценных бумаг должно способствовать стимулирование российских эмитентов к проведению публичных размещений (IPO) в России, стимулирование увеличения количества акций в свободном обращении (free-float) российских эмитентов, законодательное урегулирование вопросов кредитования ценными бумагами и внесение изменений в валютное законодательство для облегчения совершения финансовых операций нерезидентами.

Подводя итог рассмотрению проблем выхода компаний малой капитализации, отмечу, что основная точка зрения заключается в низкой активности со стороны инвесторов к данному сегменту рынка. Это обусловлено рядом причин таких, как низкое развитие обслуживающей инфраструктуры, отсутствие стимулирующего инвестиции в небольшие компании налогового законодательства, непрозрачность само бизнеса.

Только комплексный подход к решению всех проблем может помочь развитию массового выхода на отечественный фондовый рынок компаний малой капитализации.

Заключение

В настоящее время в России складывается благоприятная ситуация для выхода компаний малой капитализации на отечественный рынок ценных бумаг. Этому способствует и повышенное внимание со стороны властей и развитие на объединенной бирже «Рынка инвестиций и инноваций».

Проведенный анализ показал, что малый и средний бизнес при выходе на фондовый рынок использует такие инструменты как векселя, облигации и акции. Выбор того или иного инструмента в первую очередь зависит от целей деятельности компании и стратегии ее дальнейшего развития. Чаще всего выход на рынок ценных бумаг обусловлен привлечением финансирования для будущих проектов.

Немало важную роль при использовании инструмента для выхода на фондовый рынок играет текущая стадия развития бизнеса. Практический опыт показывает, что зачастую на ранней стадии развития компании прибегают к вексельным и облигационным займам. И только на стадии стабильного функционирования и роста потенциальный эмитент готов к размещению акций.

Выпуская векселя или облигации, компания создает себе кредитную историю. Далее при размещении акций, когда будет благоприятная конъюнктура рынка и предприятие созреет для IPO, эмитент получит более высокую цену за ценную бумагу.

Так как вексель не является эмиссионной ценной бумагой, организация его выпуск по сравнению с выпуском облигации проще. Однако, чтобы вексельная программа была востребована рынком, необходимо наличие положительной динамики деятельности эмитента за несколько последних лет.

До начала 2000-х годов вексельные программы разрабатывались в основном для крупных компаний. В настоящее время ситуация изменилась: теперь все чаще малые и средние предприятия прибегают к заимствованиям под свои проекты с помощью векселей.

Затраты на выпуск векселей, скорее всего, превысят затраты по сравнению с привлечением банковского кредита. Но, если компании удастся сформировать положительную кредитную историю, при условии надлежащего исполнения вексельной программы, в дальнейшем она сможет привлекать средства под более низкую процентную ставку.

Зачастую выпуск векселей – это лишь подготовительный этап перед использованием более сложных инструментов фондового рынка (облигаций, акций).

Если объем заимствований большой, либо компания предполагает осуществление инвестиционного проекта сроком от 1 года, то целесообразно выпустить облигационный заем. Размещение акций позволяет привлечь деньги без обязательств их возвращения, но фактически это является продажей части бизнеса компании.

Облигации и акции являются эмиссионными ценными бумагами, следовательно, их выпуск сопряжен для эмитента с удовлетворением определенных правовых и экономических требований.

Для многих российских компаний остро стоит вопрос повышения капитализации своего предприятия, особенно в связи с тем, что большинство отечественных компаний имеет заниженную рыночную стоимость. Реальную оценку может дать только публичный рынок. Основными способами достижения наибольшей капитализации являются частное и публичное размещение акций. Частное размещение – это внебиржевое размещение ценных бумаг в узком кругу инвесторов с целью привлечения значительных дополнительных финансовых ресурсов для дальнейшего развития компании. IPO, кроме возможности привлечения значительных объемов финансирования, позволяет создать рыночную капитализацию и публичную

историю компании. Мини-ИРО, появившиеся несколько лет назад на российском фондовом рынке, привлекают повышенный, но осторожный интерес инвесторов.

Для того чтобы компании малой капитализации активно выводили свои ценные бумаги на рынок ценных бумаг, должна существовать развитая инфраструктура, специальные площадки для торговли в данном сегменте. В нашей стране с 2007 года были созданы для компаний малой капитализации площадки на двух биржах – RTS Start на РТС и сектор Инновационных и Растущих Компаний (ИРК) на ММВБ. В последствие ИРК был переоформлен в Рынок Инвестиций и Инноваций (РИИ). После 19 декабря 2011 года (слияние бирж) в целях отсутствия дублирования функций бирж RTS Start был упразднен, и остался только один сектор для растущих компаний – РИИ ММВБ-РТС.

На сегодняшний момент в секторе РИИ ММВБ-РТС представлены ценные бумаги 24 эмитентов. Несколько успешных историй размещения вселяют оптимизм в руководство ММВБ-РТС, которое своей стратегической задачей ставит развитие данного сектора. Наиболее удачное ИРО по оценкам специалистов состоялось у компании ОАО «Институт Стволовых Клеток Человека». Акции предприятия активно торгуются и показывают положительную динамику доходности. Пример ИСЧК стимулирует потенциальных эмитентов к выходу на фондовый рынок, однако проблемы у сектора компаний малой капитализации присутствуют.

Основной причиной неразвитости сегмента ценных бумаг малого и среднего бизнеса является отсутствие стимулирующего к долгосрочному инвестированию законодательства. Сейчас в основном преобладают спекулятивные инвесторы в секторе РИИ.

Следующей проблемой является боязнь инвесторов вкладывать денежные средства в отечественные малые рискованные компании из-за отсутствия полной информации об их деятельности и стратегических планах

развития. Следовательно, первоочередной задачей биржи является устранение информационных барьеров между эмитентами и инвесторами.

Популяризация сектора РИИ ММВБ-РТС позволит узнать будущим эмитентам о преимуществах, которые предоставляет данный сектор для своих участников.

Для стимулирования малых и средних компаний к выходу на рынок ценных бумаг должна быть проведена либерализация законодательства, в том числе и налогового.

Формирование капитала компаниями малой капитализации с помощью использования инструментов фондового рынка – новое явление в развитии экономики России. Инфраструктура рынка ценных бумаг для компаний малого и среднего бизнеса активно развивается. Последние годы демонстрируют, что она усложняется и совершенствуется в лучшую сторону. Однако решение ряда проблем, с которыми на сегодняшний день сталкиваются и эмитенты, и инвесторы, приведет к более успешному развитию сегмента компаний малой капитализации российского фондового рынка.

Список использованных источников

Нормативно-правовые акты

1. Гражданский кодекс РФ
2. Налоговый кодекс РФ
3. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг"
4. Федеральный закон от 27 июля 2006 № 138-ФЗ "О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг"
5. Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ "Об акционерных обществах"
6. Федеральный закон от 24.07.2007 № 209-ФЗ "О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации"
7. Постановление Правительства РФ от 22.07.2008 № 556 «О предельных значениях выручки от реализации товаров (работ, услуг) для каждой категории субъектов малого и среднего предпринимательства»
8. Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, утвержденное Приказом ФСФР России от 22.06.2006 № 06-68/пз

Монографии, учебники и учебные пособия

1. Агабеков С.И., Кокурин Д.И., Назин К.Н. Инновации в России: системно-институциональный анализ – М.: КноРус, 2010 г.
2. Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: Учебник – М.: Инфра-М, 2010 г.
3. Миркин Я.М. Стратегии выхода предприятия на рынок ценных бумаг – М: Экономика и жизнь, 1997 г.

4. Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски – М.: GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011 г.
5. Миркин Я.М., Лосев С.В., Рубцов Б.Б., Добашина И.В., Воробьева З.А. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004 г.
6. Никонова И.А. Ценные бумаги для бизнеса: Как повысить стоимость компании с помощью IPO, облигационных займов и инвестиционных операций – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006 г.

Статьи в периодических изданиях

1. IPO на ММВБ для малого и среднего бизнеса: отзывы первых клиентов // РЦБ, 2011 г., №9
2. Ежемесячный отчет сектора РИИ ММВБ-РТС, май 2012
3. Инвестиции для инноваций // Биржевое обозрение, 2007 г., №8 (46)
4. Иванов М. Сравнительный анализ инструментов привлечения инвестиций с рынка долговых обязательств предприятиями малого и среднего бизнеса // РЦБ, 2007 г., № 14 (341)
5. Как молодым инновационным компаниям найти инвесторов // Газета «Ведомости», от 16.04.2012
6. Мини-IPO на ММВБ: новые возможности привлечения капитала для малого и среднего бизнеса // РЦБ, 2011 г., №9
7. Мы смогли открыть новые перспективы для российского финансового рынка (интервью с генеральным директором ОАО «ИСЧК» Артуром Исаевым) // Ежемесячный обзор ММВБ, 2009 г., №12
8. Никитин Л.Л., Нуржинский Д.В. Стратегия и тактика защиты от недружественного поглощения // Институт проблем предпринимательства, 24.05.2004
9. Партин И. Черный ход на фондовый рынок // РЦБ, 2007 г., №12 (339)
10. Сафонов А. Что год грядущий нам готовит? // РЦБ, 2012 г., №2

11. Сектор ИРК – место встречи инвесторов и эмитентов // Биржевое обозрение, 2007 г., №8 (46)
12. Сектор ИРК ММВБ: удачная премьера // Биржевое обозрение, 2007 г., №8 (46)
13. Сектор ИРК: основные характеристики // Биржевое обозрение, 2007 г., №8 (46)
14. Торянников А. Как защититься от недружественного поглощения // Финансовый директор, 2007 г., №5(59)
15. Федоров А., Деришева О. RTS START – стартовая площадка РТС для российских компаний малой и средней капитализации // РЦБ, 2007 г., № 12 (339)
16. Чернецкая А. Рейд невозможен без коррупции // Институт проблем предпринимательства, 04.12.2008
17. Юданов А. Делать средний бизнес // Эксперт, 2008 г., №10(599)

Интернет – источники

1. <http://expert.ru>
2. <http://rts.micex.ru/>
3. <http://smb.gov.ru>
4. <http://www.finam.ru>
5. <http://www.hsci.ru/>
6. <http://www.kommersant.ru/daily/>
7. <http://www.kreditbusiness.ru>
8. <http://www.nfa.ru>
9. <http://www.rbc.ru/>
10. <http://www.rcb.ru/>
11. <http://www.rts.ru>
12. <http://www.tpprf.ru>
13. <http://www.vedomosti.ru>