ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ
ВЫСШЕГО ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ
«ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»

Кафедра ценных бумаг и
финансового инжиниринга
«Допустить к защите»
Заведующий кафедрой
проф. Рубцов Б.Б.
_____

«__» _____ _____ года

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание степени магистра экономики
по магистерской программе
«Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»
на тему:

«Формирование капитала средних и малых компаний на основе инструментов фондового рынка»

Выполнила:
студентка факультета магистерской
подготовки
_____ Котюженская Алина Валерьевна

Научный руководитель:
доцент
_____ Безсмертная Екатерина Рэмовна

Москва – 2009г.

Содержание

Введение 3

Глава 1 Теоретические основы формирования капитала предприятия для средних и малых компаний на основе инструментов фондового рынка 6

1.1. Теория управления структурой капитала 8

1.2. Привлечение долгового финансирования 13

1.2.1. Привлечение долгового финансирования за счет выпуска векселей 13

1.2.2. Привлечение долгового финансирования за счет выпуска облигаций 25

1.3. Привлечение долевого финансирования 35

1.4. Сравнительный анализ инструментов долгового и долевого финансирования 40

Глава 2. Специализированные торговые площадки для средних и малых компаний 46

2.1. Российские специализированные торговые площадки для средних и малых компаний 46

2.1. Зарубежные специализированные торговые площадки для средних и малых компаний 62

Глава 3. Проблемы и перспективы использования инструментов фондового рынка при формировании капитала средними и малыми компаниями 78

3.1. Проблемы формирования капитала на основе инструментов фондового рынка средними и малыми компаниями 78

3.2. Основные направления совершенствования процесса формирования капитала средних и малых компаний с использованием инструментов фондовго рынка 83

3.3. Выход на российский специализированный рынок в сектор ИРК ММВБ на примере телеканала О2ТВ 99

Заключение 106

Список используемой литературы 111

Приложения 116

Введение

Перед предприятием, находящимся в стадии развития, всегда остро стоит вопрос привлечения ресурсов для финансирования процессов обновления основных средств, пополнения оборотных средств и расширения производства.

При этом необходимо сформировать оптимальную структуру капитала, в зависимости от цели и стратегии предприятия на будущее. Традиционно различают собственные и заемные источники финансирования. Для многих предприятий основным способом привлечения заемного капитала является банковский кредит, одним из преимуществ этого способа является отсутствие необходимости публичного раскрытия информации о предприятии. Альтернативным источником привлечения капитала является эмиссия ценных бумаг, которая позволяет привлечь дополнительные средства как на долговой, так и на долевой основе, причем в гораздо больших объемах, необходимых для развития компании. В данной работе будут рассмотрены инструменты фондового рынка для формирования капитала малыми и средними предприятиями. К источникам финансирования на основе инструментов фондового рынка можно отнести: собственные (акции) и заемные (векселя, облигации) источники финансирования.

Целью магистерской диссертации является исследование теоретических и практических вопросов формирования капитала российскими предприятиями малого и среднего бизнеса на основе инструментов фондового рынка, разработка рекомендаций по выбору источника финансирования и совершенствование процессов формирования капитала с целью развития бизнеса.

Экономическая значимость разработки теоретических и выявления практических аспектов функционирования малых и средних компаний в качестве эмитентов долговых и долевых ценных бумаг предопределила актуальность темы диссертационного исследования и обусловила ее выбор.

В рамках указанной цели поставлены следующие **задачи исследования**: рассмотрение особенностей привлечения финансирования за счет выпуска отдельных видов ценных бумаг; характеристика основных торговых площадок для размещения финансовых инструментов малых и средних предприятий, а также анализ результатов выхода компании среднего бизнеса на российскую специализированную площадку на примере ОАО «О2ТВ».

В данной работе используются следующие критерии отнесения предприятий к малому и среднему бизнесу: для малого – численность сотрудников до 100 человек и выручка от реализации товаров (работ, услуг) без учета НДС до 400 млн. руб.; для среднего – от 101 до 250 человек и выручкой до 1 млрд. руб. соответственно.

В первой главе рассмотрены такие вопросы как структура капитала, механизмы его формирования и функционирования, основные параметры и этапы использования таких инструментов фондового рынка как векселя, облигации, акции.

Подробно рассмотрены функции участников выпуска векселей, процедура размещения вексельной программы, основные параметры вексельного займа. Приведен пример размещения вексельного займа компанией «Обувь России»: технологическая схема облигационного займа, функции участников выпуска облигационного займа (организатор, андеррайтер, платежный агент), основные параметры выпуска облигаций; требования для включения эмитента в котировальные листы РТС и ММВБ, этапы эмиссии акций, основные параметры выпуска акций. Далее приводится сравнительная характеристика, анализируются преимущества и недостатки инструментов финансирования.

Во второй главе рассмотрены российские и зарубежные специализированные торговые площадки для малых и средних компаний. Среди российских торговых площадок подробно рассмотрены сектора RTS START и ИРК ММВБ, среди зарубежных – Лондонская секция

альтернативных инвестиций (AIM), итальянская биржа (Borsa Italiana), европейская биржа Euronext, внебиржевая площадка шведской биржи NASDAQ OMX First North.

В третьей главе сгруппированы основные проблемы, с которыми сталкиваются компании малого и среднего бизнеса при формировании капитала с использованием инструментов фондового рынка и предложены возможные пути решения, а также приведен пример выхода на российский рынок телеканала О2ТВ в сектор ИРК ММВБ.

Глава 1. Теоретические основы формирования капитала предприятия для средних и малых компаний на основе инструментов фондового рынка

Для начала необходимо определить, какие предприятия мы будем относить к малому и среднему бизнесу. В рамках данной работы за основу взят Федеральный закон от 24 июля 2007 года № 209-ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации». В Таблице 1.1. представлена группировка предприятий согласно российскому законодательству:

Таблица 1.1. Группировка предприятий малого и среднего бизнеса[1]

Критерии определения	**Категории предприятий**		
	Микробизнес	**Малый бизнес**	**Средний бизнес**
Численность сотрудников	До 15 человек	16-100 человек	101-250 человек
Выручки от реализации товаров (работ, услуг) без учета НДС	60 млн. рублей	400 млн. рублей	1000 млн. рублей

Еще одним условием для юридических лиц является – 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 25% (за исключением активов акционерных инвестиционных фондов и закрытых паевых инвестиционных фондов), доля участия, принадлежащая одному или

[1] Федеральный закон от 24 июля 2007 года № 209-ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации»; Постановление Правительства РФ от 22.07.2008 N 556 "О предельных значениях выручки от реализации товаров (работ, услуг) для каждой категории субъектов малого и среднего предпринимательства".

нескольким юридическим лицам, не являющимся субъектами малого и среднего предпринимательства, не должна превышать 25%.[2]

На практике, однако, эти критерии могут видоизменяться, и нередко, говоря о малом бизнесе, контрагенты подразумевают под этими понятиями институты с разными характеристиками. В том числе, свои критерии определения малого бизнеса могут быть и у банков. Так, например, согласно действующей в ВТБ классификации, к сегменту среднего бизнеса относятся предприятия с годовой выручкой от 90 миллионов до 3 миллиардов рублей. Это динамично растущие предприятия, ориентированные на развитие собственного бизнеса, повышение конкурентоспособности, нацеленные на выход на новые рынки, в том числе и международные.[3]

Сразу необходимо оговориться, что размер средней компании в России существенным образом отличается от размеров средней компании на Западе.

В России на долю малого бизнеса приходится 13-15 % валового внутреннего продукта (ВВП), в то время как в развитых европейских странах малый и средний бизнес дает до 70% ВВП[4].

На протяжении последних нескольких лет фактический рост числа зарегистрированных малых и средних предприятий (далее по тексту МСП) в России составляет около 5% в год, а рост занятости в этом секторе в 8 раз превосходит рост занятости в остальных отраслях российской экономики.

Для потенциальных эмитентов важны такие показатели как «большая выручка/прибыль», «рост бизнеса за предыдущие периоды», наличие аудита «большой четверки». Практический опыт работы с МСП дает основания полагать, что большинство российских менеджеров склонно переоценивать важность аудированной финансовой отчетности и недооценивать вопросы относительно стратегии развития предприятия, эффективности его деятельности и корпоративного управления. Тем не менее, для многих

---

[2] Федеральный закон от 24 июля 2007 года № 209-ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации»;

[3] http://www.vtb.ru/rus/web.html?s1=402&s2=15117&s3=1&l=1

[4] Ланина И.Б. Малый бизнес. Бухгалтерский и налоговый учет// Справочник экономиста. 2007. №6 (48). С. 105-113

предприятий актуальными проблемами являются выбор оптимальной структуры капитала и стратегии выхода на рынок.

1.1. Теория управления структурой капитала

Успешное развитие и эффективность деятельности предприятия зависит напрямую от структуры капитала, механизма его формирования и функционирования.

В зарубежной литературе теории структуры капитала стали появляться еще с середины 20-го века, однако, по выражению Р. Брейли и С. Майерса, «до сих пор не существует какой-либо общепризнанной стройной теории структуры капитала»[5]. Соответственно, и на методическом уровне отсутствуют общеупотребимые методики определения «оптимальной» структуры капитала, которые учитывали бы специфику деятельности компании и особенности рассматриваемого инвестиционного проекта.

Главной задачей при управлении структурой капитала является снижение его стоимости для эмитента и повышение его финансовых возможностей. Поэтому немаловажно проводить всесторонний анализ возможных источников финансирования деятельности компании, а также анализ сравнительного экономического эффекта от их использования.

По отношению к существующей компании выделяют внутренние и внешние источники (или собственные и заемные) финансирования роста компании. *При этом к собственным источникам относятся:* акционерный капитал; чистая прибыль, фонды; обыкновенные, привилегированные акции; амортизация; резервы, накопленные предприятием; реструктуризация дебиторской и кредиторской задолженности; снижение уровня запасов; прочие источники (целевое финансирование и др.).

К заемным источникам относятся: кредиты банка*;* облигации*;* векселя*;* дотации, субсидии, государственная поддержка*;* бартер*;* факторинг,

[5] Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 1997

форфейтинг; лизинг; проектное финансирование; прочие источники (кредиторская задолженность и др.).

По механизмам финансирования можно выделить следующие *источники финансирования роста компании*:

- внутренние, направленные на использование собственных возможностей компании (прибыль, амортизация, фонды);
- банковские, направленные на использование кредитных ресурсов банковских учреждений;
- рыночные, направленные на финансирование деятельности компании с использованием таких инструментов, как акции, облигации, производные и структурированные финансовые инструменты;
- административные, которые предполагают использование средств бюджетов разных уровней;
- другие механизмы (например, лизинг, факторинг).

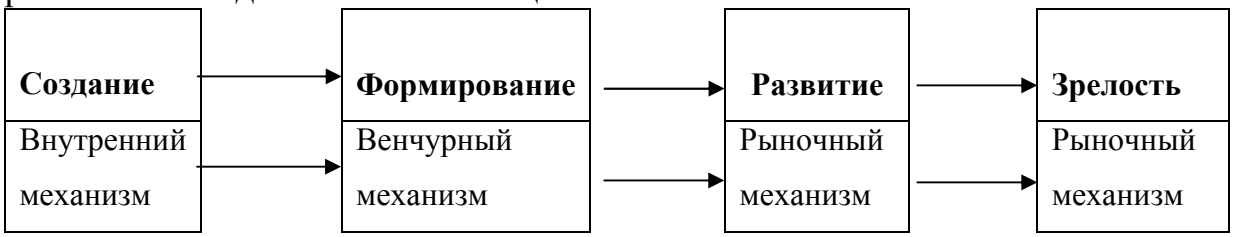
Процесс управления капиталом компании состоит из следующих этапов:

- выбор механизма финансирования;
- выбор способа привлечения финансирования;
- выбор структуры капитала;
- выбор рынка финансирования.

Механизмы финансирования обладают различными эффектами от их использования, но компании не всегда удается использовать экономически наиболее выгодный механизм. Некоторые механизмы финансирования могут быть недоступными для компаний по различным причинам, наиболее значимой из которых является стадия развития бизнеса компании, определяющая риски, которые несет в себе бизнес.

Далее приведем классификацию наиболее приемлемых источников финансирования деятельности компании на различных стадиях развития бизнеса (схема 1.1.1.)

Схема 1.1.1. Источники финансирования деятельности компаний на различных стадиях жизненного цикла



Как видно из рисунка, только компании в стадии стабильного функционирования и на стадии существенного роста бизнеса могут воспользоваться механизмами рынка ценных бумаг. На стадии создания проекта, как правило, используется собственный капитал или заемный капитал банковского происхождения или группы связанных предпринимателей/компаний. На стадии формирования бизнеса компании у менеджмент появляется возможность привлечь венчурный капитал.

При выборе структуры капитала необходимо определить долю внешнего финансирования в пассивах компании. Внешнее финансирование необходимо в случае покрытия кассовых разрывов или финансирования текущей деятельности, а также в случае финансирования новых инвестиционных проектов.

Выход на мировые фондовые рынки является дорогим вариантом, но существенно увеличивает сумму привлекаемых ресурсов, расширяет круг инвесторов, повышается прозрачность и тем самым стоимость компании. Стоит заметить, что такой выход может являться и отдельной целью компании, что может не согласовываться со стратегией финансовых решений, направленных на оптимизацию структуры капитала.

Важным и сложным процессом является определение стоимости компании. На нее влияет ряд факторов, которые можно разделить на две крупные группы — внешние и внутренние факторы (Приложение А).

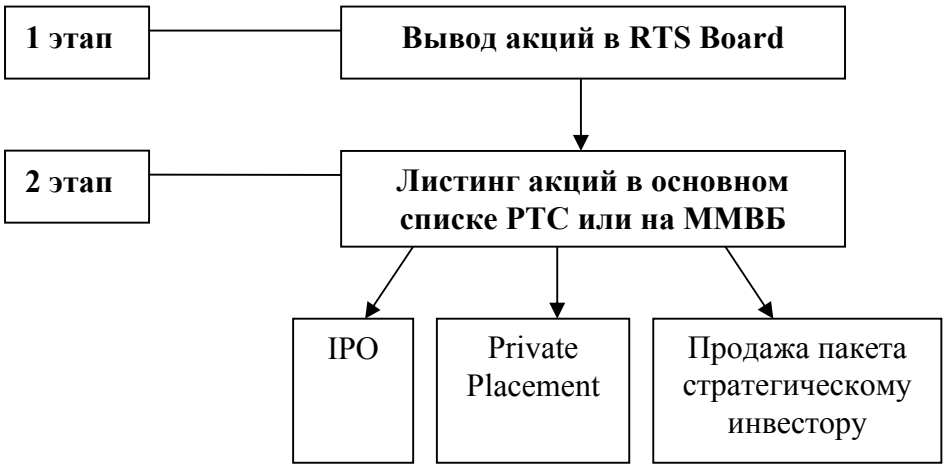
К внешним факторам относятся характеристики макросреды, рынка капитала, а также тенденции развития этого рынка и конкурентные позиции компании. К внутренним — операционная деятельность предприятия,

финансовый успех и стратегия. Для того чтобы начинать работу по созданию и повышению рыночной капитализации, предприятие должно провести анализ всех вышеперечисленных факторов.

Во-первых, бизнес компании-дебютанта должен быть устойчивым. Темпы роста выручки должны быть прогнозируемыми и достаточно высокими. Во-вторых, бизнес должен иметь четкую и понятную структуру собственности. Должна быть налажена система своевременного и полного раскрытия отчетности, желательно проведение привлекательной дивидендной политики. Наличие хорошей публичной истории является немаловажным критерием. То есть опыт работы на рынках долгового капитала, положительная кредитная история, желательно с большим количеством кредиторов, опыт успешного проведения облигационных займов.

Многие компании на текущий момент не готовы к прозрачности своего бизнеса, но стремятся к ней. Для них есть способ сформировать стоимость, приближенную к рыночной. Для этого акции необходимо разместить в индикативной котировальной системе RTS Board. Это поможет компании обозначить некий ориентир и показать приблизительную стоимость инвесторам. (Схема 1.1.2.).

Схема 1.1.2. Этапы достижения наибольшей капитализации[6]



[6] Коган Е. Как сказку сделать былью//Журнал «Консультант» - 2007 г. - №13

Таким образом, при выводе акций в RTS Board компания станет известной широкому кругу инвесторов и потенциальных кредиторов, будет сформирован ликвидный вторичный рынок акций компании, стоимость акций компании повысится по сравнению с первоначальной ценой вывода в RTS Board. А в результате второго этапа, листинга акций в основном списке РТС и на ММВБ, существенно расширится круг инвесторов эмитента, что еще больше повысит ликвидность акций и стоимость компании.

Основными способами достижения наибольшей капитализации являются частное и публичное размещение акций.

Частное размещение (Private Placement) — это внебиржевое размещение ценных бумаг (обычно менее 50% пакета акций) в узком кругу финансовых инвесторов, причем эти бумаги не предлагаются для широкой продажи. Основной задачей частного размещения акций, как правило, является привлечение значительных дополнительных финансовых ресурсов для дальнейшего развития компании. Основным показателем готовности предприятия к частному размещению является желание собственника и осознанность стратегии как минимум на следующие 3-4 года.

IPO позволяет привлечь значительные объемы финансирования при максимальной цене продажи пакета акций. Его проведение позволяет создать рыночную капитализацию и публичную историю компании, проводящей размещение, в дальнейшем способствует снижению стоимости публичных заимствований, повышает узнаваемость компании в инвестиционном сообществе.

Сформулируем основные преимущества компании с рыночной капитализацией:

- Публичность компании показывает инвесторам готовность собственников к развитию бизнеса.
- Определение рыночной или близкой к рыночной стоимости акций. Акции компании, которые торгуются на биржевых площадках – ликвидный актив. С продажей такого актива в случае необходимости не возникнет

проблем, и цена продажи будет существенно выше, чем в случае отсутствия у компании публичной истории.

- Возможность привлекать кредитные ресурсы на более выгодных условиях (акции, имеющие рыночную стоимость, могут использоваться в качестве залогового инструмента).
- Последующее размещение акций (IPO или Private Placement) для привлечения финансовых ресурсов или продажа этих бумаг стратегическому инвестору пройдет на более выгодных для акционеров компании условиях.
- Разница в стоимости публичной компании и ее непубличных конкурентов позволит выгодно поглощать аналогичные предприятия отрасли и укрупнять бизнес.

Таким образом, только после выявления собственных источников финансирования, определения стратегии дальнейшего развития компании необходимо разработать долгосрочную программу действий на рынке ценных бумаг. Поскольку выбор способа финансирования зависит от целей, преследуемых компанией, проанализируем возможности, которые представляет каждый инструмент. В данной работе будут рассмотрены два способа формирования капитала предприятия с использованием инструментов фондового рынка: на долговой основе (векселя, облигации) и долевой (акции).

1.2. Привлечение долгового финансирования

1.2.1. Привлечение долгового финансирования за счет выпуска векселей

Быстро развивающимся компаниям постоянно необходимо дополнительное финансирование для поддержания высоких темпов развития. Не всегда банки могут предоставить его в необходимом объеме и на приемлемых условиях, поэтому многие небольшие компании обращают свой взгляд на фондовый рынок. Однако из-за сложности и дороговизны процедур

только ограниченное число компаний могут сразу организовать выпуск облигаций или произвести размещение акций.

Векселем, согласно ст. 815 ГК РФ, является 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 векселедержателю.

Система источников вексельного права имеет иерархический вид. Базисом является международный Единообразный закон о переводном и простом векселе (ЕВЗ), регулирующий отношения между сторонами вексельного обязательства и устанавливающий общие правила для обеспечения международного хозяйственного оборота векселя. Национальным законом в России является Федеральный закон «О переводном и простом векселе» №48-ФЗ от 11.03.97, который закрепляет применение «Положения о простом и переводном векселе», являющегося приложением к Постановлению ЦИК и СНК СССР № 104/1341 от 07.08.37.

Вексель не является эмиссионной ценной бумагой и не подлежит государственной регистрации, поэтому процедура выпуска векселей в обращение более проста и занимает меньше времени, чем выпуск облигаций. Однако существует ряд нюансов. Вексель традиционно используется для финансирования оборотного капитала и выпускается обычно на срок до шести месяцев. Как правило, выпускать векселя на более длительный срок могут позволить себе только крупные компании, имеющие публичную кредитную историю.

Если руководство средней 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. 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.

Остановимся подробнее на функциях участников выпуска векселей:

1) Организатор разрабатывает оптимальные параметры вексельной программы, организационное и документальное сопровождение выпуска векселей (банк, финансовая или инвестиционная компания);

2) Андеррайтер обеспечивает размещение векселей, занимается поиском инвесторов и иногда выступает первым векселедержателем;

3) Банк-домицилиант проверяет подлинность бумаги и осуществляют оплату соответствующей ей задолженности (обеспечивает поступление денег со счета векселедателя на счет предъявителя векселя).

Также компания может воспользоваться услугами маркет-мейкера, роль которого – поддержание ликвидного вторичного рынка.

На практике, векселедатель обычно нанимает одну специализированную компанию, которая сразу выполняет все необходимые функции, что позволяет минимизировать транзакционные издержки.

Процедуру размещения вексельных программ можно условно разделить на пять этапов (Рисунок 1.2.1.1.):

- Подготовительный этап
- подготовка размещения
- размещение
- вторичное обращение
- погашение векселей

Рисунок 1.2.1.1. Схема размещения векселей

Подготовительный этап включает в себя: анализ потребностей компании в финансировании, принятие эмитентом решения о выпуске векселей, разработку концепции, подготовку инвестиционного меморандума по вексельной программе, организацию изготовления (приобретения) бланков векселей, разработку маркетинговой программы, связанной с размещением векселей.

Инвестиционный меморандум – основной документ, предоставляющий инвесторам информацию о векселях и векселедателе. Как правило, содержит следующие разделы: параметры вексельной программы, информация о векселедателе, а именно: история развития, основные направления деятельности, структура собственности и корпоративное управление, анализ отрасли и положение в ней векселедателя, стратегия развития, факторы инвестиционного риска, анализ финансового состояния.

Подготовка размещения векселей включает в себя:

- организационное сопровождение, контроль осуществления концепции рекламной и PR-поддержки;

- подготовка пресс-релизов и их размещение в средствах массовой информации;

- организация презентации вексельной программы;

- организация взаимоотношений эмитента с торговыми системами при подготовке первичного размещения;

- организационное сопровождение процедуры первичного размещения векселей;

- организационное и документальное сопровождение взаимоотношений Заказчика с инвесторами, организаторами торговли и другими профессиональными участниками рынка ценных бумаг в процессе первичного размещения векселей;

- подготовка программы поддержки ликвидности векселей на вторичном рынке ценных бумаг после завершения первичного размещения.

Размещение представляет собой заключение договоров с инвесторами.

Организация вторичного обращения производится при большом объеме вексельной программы. Для этого заключается договор со специализированной компанией на выполнение функции маркет-мейкера, т.е. выставление в определенный торговой системе двусторонних котировок векселей, а также заключение сделок от своего имени за счет и по поручению клиентов (включая векселедателя), на торгах в торговой системе.

Погашение векселей осуществляет платежный агент (банк-домицилиант): принимает заявления на погашения и сами бланки векселей, проверяет подлинность бланков векселей, оплачивает сумму номинала инвестору.

Основные параметры вексельного займа:

1) форма векселей: простой и переводной. Простой вексель - ценная бумага, содержащая безусловное обязательство векселедателя произвести платеж указанной суммы в обусловленный срок векселедержателю, выписывается и подписывается векселедателем. Переводной вексель – ценная бумага, которая выставляется и подписывается векселедателем и

представляет собой его ничем не обусловленное предложение уплатить векселедержателю указанную сумму по предъявлении данного документа или в обусловленный срок, т.е. векселедатель становится должником по векселю только после того, как акцептует вексель. В России практически все выпускаемые векселя – простые.

2) тип векселей: дисконтные и процентные. Дисконтные векселя погашаются по номиналу, а продаются со скидкой (дисконтом), размер которой и составляет доход векселедержателя. Процентные векселя продаются по номиналу, а погашаются по цене, включающей в себя сумму, «набежавшую» в соответствии с процентной ставкой, указанной в векселе.

На практике чаще всего используют дисконтные векселя, они более просты в обращении. Процентные векселя применяются, как правило, при выдаче частных ссуд, когда точная дата погашения векселя не определена.

3) номинал векселя. Необходимо руководствоваться следующими факторами:

- размер номинала одного векселя не должен быть слишком высоким, чтобы векселя не теряли привлекательности и для лиц, не склонных к крупным вложениям в одного заемщика
- номинал векселя не должен быть слишком низким, чтобы избежать крайне мелких операций, снизить инфраструктурные издержки, а также затраты эмитента на изготовление бланков векселей
- в качестве номинала векселя должно быть взято круглое число, что облегчает восприятие характеристик векселя для инвестора.

Выпуск размером от 300 млн. руб. при соответствующих финансовых показателях компании быстро реализуем, так как на вексельном рынке уже сложился широкий круг инвесторов (банки и другие финансовые институты). При таком объеме номинал векселя следует устанавливать на уровне 1-5 млн. руб.

Выпуски объемом менее 300 млн. руб. привлекательны в основном для средних и мелких банков, частных лиц. Номинал векселя в этом случае нужно устанавливать от 100 тыс. руб.

На практике векселя именно среднего номинала – 3-5 млн. руб. – обеспечивают относительную безопасность обращения бумаг и простоту управления займами.

4) Срок обращения векселей: 3, 6, 9, 12 месяцев. Векселя воспринимаются как инструменты для краткосрочного финансирования, поэтому обычно максимальный срок обращения векселя одного транша – 12 месяцев. В рамках одного транша возможен выпуск серий векселей с разными сроками обращения

Инвесторы боятся вкладывать в незнакомые для себя бумаги, поэтому необходимо предлагать короткие векселя. В то же время всегда находятся покупатели, либо уже знакомые с предприятием, либо желающие зафиксировать доходность на длительный срок. Соответственно, предложение векселедателя должно включать как короткие, так и длинные бумаги.

Число выпусков векселей зависит от сезонности финансового цикла и ликвидности компании. Срок погашения векселя определяется, с одной стороны, длительностью операционного цикла, с другой – пожеланиями покупателей бумаг.

5) Наличие обеспечения: необходимость возникает в случае, если размер чистых активов векселедателя не покрывает размер вексельной программы.

6) Доходность векселей: устанавливается различной для каждого выпуска векселей с определенным сроком обращения. В расчет берутся: целевой сегмент инвесторов, качество векселедателя, срок обращения; для расчетов проводится анализ вексельных программ векселедателей сравнимого инвестиционного качества, выпущенных в последнее время.

Первый вопрос, который возникает после принятия решения о выпуске векселей - как правильно определить сумму выпуска и сроки обращения

векселей, чтобы добиться оптимальной стоимости средств и разместить заем среди желаемых инвесторов. Инвесторы, принимая решение о вложениях, соотносят объем выпуска с размером бизнеса предприятия. На практике объем первого выпуска не превышает 20% от годовой выручки производственного или торгового предприятия.

7) Выбор внебиржевой торговой площадки. Основными внебиржевыми торговыми площадками, на которых обращаются векселя, являются «РВС-Векселя», «НКС», «АКМ» и «Мегабосс». При выборе торговой площадки главным критерием является величина торгового оборота.

Таким образом, можно сделать вывод, что выпуск векселей является подготовительным этапом перед использованием более сложных инструментов (облигаций, акций). 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.

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 условиях. 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.

Но если в ходе выпуска и надлежащего исполнения вексельной программы, компания заработает положительную кредитную репутацию, в дальнейшем она сможет привлекать средства под более низкие проценты.

Рассмотрим пример размещения вексельного займа компании «Обувь России», решение о котором было принято в начале 2007г., когда выручка

компании за предшествующий период составила 582 072 тыс.руб. Финансовые показатели компании представлены в Таблице 1.2.1.1.

Таблица 1.2.1.1. Финансовые показатели компании «Обувь России»[7]

Тыс. руб.	2004	2005	2006	2007	2008
Выручка	**207 595**	**302 048**	**582 072**	**1 235 759**	**1 623 398**
Прирост к предыдущему периоду, %		45,5	92,71	112,3	31,37
EBITDA	**47 529**	**33 944**	**89 698**	**215 112**	**202 518**
Рентабельность по EBITDA	22,9	11,24	15,41	17,41	12,47
Собственный капитал	**46 751**	**76 239**	**253 867**	**418 635**	**535 535**
Активы	**202 298**	**209 014**	**530 124**	**1 407 314**	**1 157 153**

В 2003-2006 годах темп роста выручки компании в несколько раз превышал средний уровень по рынку и в 2007 году достиг более 100%. При таких высоких темпах роста для пополнения оборотных средств компания использовала банковские кредиты, но увеличить лимиты кредитов было затруднительно без твердого залогового обеспечения. Поэтому «Обувь России» решила прибегнуть к выпуску векселей. Одновременно целью вексельной программы было позиционирование бренда «Обувь России» на вексельном рынке для последующего выхода на облигационный рынок с положительной публичной кредитной историей.

Вексельная программа ГК «Обувь России» стартовала в апреле 2007 года. В 2008 году компания перешла на международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) с целью повышения доверия к компании со стороны инвестиционного сообщества.

Итак, остановимся подробнее на основных этапах реализации вексельной программы (Таблица 1.2.1.2.).

В 2007г. у компании был стратегический план достигнуть 100% темп роста выручки. Но тому препятствовали два значительных кассовых разрыва в мае и декабре – на эти месяцы приходится пик закупок обувных коллекций следующего сезона. Даже при использовании всех открытых банковских

[7] www.obuvrossii.ru

лимитов компании не хватало бы более 100–150 млн. руб. Получить кредиты в других банках было сложно без «твердого» залогового обеспечения (недвижимость, оборудование). Поскольку у компании не было опыта публичного размещения, решили прибегнуть к более простому инструменту – вексельному займу.

Таблица 1.2.1.2. Этапы реализации вексельной программы в компании «Обувь России»

Этапы	**Количество месяцев до размещения**
Определение необходимой суммы финансирования и возможных сроков погашения векселей	5
Заключение договора с организатором вексельного займа, определение основных параметров вексельного займа и структуры его расходования, подготовка плана движения денежных средств	4
Подготовка финансовой отчетности	3
Подготовка инвестиционного меморандума, изготовление бланков векселей, выбор банка-домицилианта	2
Переговоры организатора с потенциальными покупателями, подготовка и согласование юридических документов	1
Презентация вексельного займа потенциальным покупателям и прессе	0,5

Ответственным за процесс размещения векселей выступает организатор вексельного займа. Он определяет или рекомендует основные параметры и условия выпуска векселей, готовит инвестиционный меморандум и другие сопутствующие документы, привлекает потенциальных покупателей, контактирует с ними, организует и проводит презентацию займа, отвечает за непосредственное размещение бумаг. Также организатор обеспечивает юридическое сопровождение: изготовление бланков векселей, подготовка и согласование пакета договоров (вексельного займа, домициляции и хранения).

Исходя из потребности покрытия кассовых разрывов и анализа предварительного спроса на бумаги, сумма займа составила 70 млн. руб. (по рекомендации организатора). Дата размещения – апрель 2007г. – была выбрана не случайно. Пик закупок в компании приходится на май и декабрь,

а выручки – на сентябрь–октябрь, поэтому и погашение векселей было определено через 4–6,5 месяцев. Дисконт в размере 15,3 % был определен на основе информации о размещениях, аналогичных по сумме эмиссии, отрасли и масштабу бизнеса заемщика. Поскольку компания дебютировала на вексельном рынке, в дисконте также учитывалась премия покупателям (более 0,5%). В обращение выпускались векселя разного номинала: минимальный номинал составил 1 млн. руб., максимальный – 10 млн. руб.

Вексельный заем обошелся дороже банковского кредита в среднем на 2–3%. Но эти дополнительные затраты можно рассматривать как справедливую плату за вход на публичный рынок заимствований.

Чтобы сформировать спрос на векселя со стороны не только контрагентов, но также банков и инвестиционных компаний, «Обувь России» организовала PR-кампанию и стала ежеквартально публиковать финансовую отчетность на корпоративном сайте. А организатор провел так называемый премаркетинг – предварительные переговоры со своими партнерами по предыдущим вексельным займам. Таким образом, были достигнуты договоренности о покупке более 50% векселей первого выпуска.

Чем проще схема расходования вексельного займа, тем больше доверия к заемщику, поскольку векселедержателю важно понимать, каким образом распределятся вложенные в векселя средства, через какие юридические лица пройдут денежные потоки, есть ли гарантия погашения векселей. Компания намеревалась расходовать деньги самостоятельно, что произвело положительное впечатление на покупателей.

По данным компании, привлеченные денежные средства направляются на финансирование текущей операционной деятельности и программ развития компании. «Обувь России» планирует интенсивное развитие производственной системы, а также запуск новых торговых марок.

Необходимо отметить, что компания ввела внутренние ограничения по уровню долговой нагрузки: сумма задолженности по кредитам и займам не должна превышать 40% от стоимости всех активов и 2–2,5 годовой EBITDA,

а сумма вексельного займа – размера собственного капитала. Такие ограничения были установлены с целью убеждения заимодателей в финансовой устойчивости, стабильности и своевременности погашения векселей компании.

Первый выпуск векселей «Обуви России» состоялся весной 2007 года. По итогам размещения векселей сумма займа превысила запланированные 60–70 млн. руб. и составила 80 млн. руб. Поскольку покупатели проявили большой интерес к векселям компании, ООО «Обувь России» не остановилось на достигнутом и разместило еще несколько траншей. Всего с помощью векселей компания привлекла более 280 млн. руб. в 2007 году, а в начале 2008 года эта сумма превысила 320 млн. руб. Векселя были размещены в г. Новосибирск со сроком обращения от 4 до 6,5 месяцев с доходностью 15,3% годовых.

Векселя были погашены в сроки, согласованные при размещении с каждым покупателем и отраженные на бланках векселей.

Компания «Обувь России» воспользовалась услугами банков-домицилиантов для удобства иногородних держателей векселей. Это обошлось компании примерно в 1 тыс. руб. за каждый вексель.

Видно, что даже в условиях надвигающегося кризиса реализованная вексельная программа принесла компании больше средств, чем планировалось. «Обувь России» продолжает практику вексельных займов, планирует увеличить сроки обращения бумаг и расширить географию инвесторов.

По итогам 2007 года компании удалось получить выручку выше запланированной. Кроме того, она стала более узнаваема на финансовом рынке, несколько банков-кредиторов пересмотрели условия кредитования в сторону улучшения. Компания собирается и дальше привлекать беззалоговое финансирование, в планах - размещение облигаций.

Таким образом, вексельную программу стоит организовывать если, например, годовая выручка организации превышает 400 млн. руб., и ей по

силам разместить вексельный заем на сумму более 100 млн. руб. Но следует учитывать, что вексель является недешевым долговым инструментом для компаний небанковского сектора, он дороже банковских кредитов на 2–4%. Что касается компаний, дебютировавших на вексельном рынке в 2008 году, то им придется заплатить за «вход» на рынок и плохую конъюнктуру более высокой ставкой.

1.2.2. Привлечение долгового финансирования за счет выпуска облигаций

Облигация – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости (или иного имущественного эквивалента). Облигация может также давать возможность ее владельцу получить зафиксированный в ней процент от номинальной стоимости данной ценной бумаги либо осуществить иные неимущественные права[8]. Облигации занимают около 80% от общего объема рынка инструментов с фиксированной доходностью[9].

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. 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;

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

[9] Кормилицына Е. А. Корпоративное финансирование: ценные бумаги на российском рынке. От теории к практике // Управление корпоративными финансами. 2006. №05(17). С. 270-274.

- 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;

- облигации выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением их сертификатов в депозитарии;

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

Принципиально важным является то, что эмиссия биржевых облигаций не требует ни государственной регистрации их выпуска (дополнительного выпуска), ни регистрации проспекта отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска). Минусом для малого и среднего бизнеса является лишь 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.

Векселя, корпоративные и биржевые облигации дают широкие возможности для организации специальной системы кредитования малого и среднего предпринимательства. Основные отличия, достоинства и недостатки данных инструментов инвестирования представлены в Приложении Б.

Далее рассмотрим технологическую схему облигационного займа в общем случае, когда эмитентом является акционерное общество (Приложение В).

<u>Стадия I. Внутренняя подготовка эмитента к выпуску</u>

На практике у эмитента может быть ряд проблем, которые могут препятствовать, либо затянуть сроки выхода на рынок ценных бумаг. К ним можно отнести:

- неготовность предприятия к проведению эмиссии (раздробленность бизнеса и его непрозрачность, распределение активов, обязательств, денежных потоков между многими компаниями, заниженные размеры собственного капитала, действующие схемы минимизации налогообложения);

- проблемы корпоративного управления, например, наличие конфликтов интересов;

- неурегулированность отношений с государством по вопросам антимонопольного регулирования, прав собственности, уплаты налогов и т.д.;

- неготовность сотрудников компании к эмиссии – отсутствие требуемых компетенций и мотивации для успешного сотрудничества с инвестиционными банками;

- отсутствие стратегии развития эмитента.

Стадия II.

Выбор андеррайтера, заключение договора. Ведущий андеррайтер проводит фондовую инвентаризацию (due diligence) эмитента: устанавливает и помогает в устранении несоответствий в деятельности эмитента и его документах требованиям законодательства РФ.

Также могут быть использованы услуги финансового консультанта, которые заключаются в подготовке проспекта ценных бумаг в порядке и с учетом ограничений, установленных законодательством РФ и другими нормативными актами, и в удостоверении соответствия информации, раскрываемой эмитентом в процессе эмиссии ценных бумаг требованиям законодательства.

Стадия III.

1.Конструирование облигационного займа андеррайтером/организатором выпуска происходит на основе Концепции займа, основные параметры которого одобрены руководством эмитента.

2. После определения параметров займа инвестиционная компания готовит инвестиционный меморандум, который выступает основным документом при проведении предварительных переговоров с инвесторами. С учетом пожеланий инвесторов могут вноситься коррективы в параметры займа.

Стадия IV

1. В случае большого объема эмиссии формируется эмиссионный синдикат. Кроме того, организатор выпуска проводит переговоры с платежным агентом, депозитарием, биржей, реестродержателем.

Платежный агент осуществляет выплаты купонного дохода и погашение облигаций за счет и по поручению эмитента.

Депозитарий осуществляет хранение глобального сертификата облигаций и учет прав на облигации путем открытия и ведения эмиссионного счета депо, предназначенного для учета прав на облигации при их размещении, обращении, выкупе и погашении.

2. Документами, необходимыми для государственной регистрации выпуска в соответствии со Стандартами эмиссии ценных бумаг и регистрации проспекта ценных бумаг, являются Решение о выпуске облигаций и Проспект облигаций (в случае необходимости регистрации проспекта ценных бумаг).

Согласно п. 44 ст. 333.33 второй части Налогового Кодекса Эмитент уплачивает государственную пошлину за государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, размещаемых путем подписки, - 0,2 процента номинальной суммы выпуска (дополнительного выпуска), но не более 100 000 рублей.

3. Проведение эмитентом заседания совета директоров, на котором утверждаются Решение о выпуске облигаций и Проспект облигаций. Не

позднее 3-х дней составляется протокол заседания, после чего раскрывается сообщение об утверждении решения о выпуске ценных бумаг в средствах массовой информации. Проспект облигаций должен быть подписан финансовым консультантом, который подтверждает достоверность и полноту информации в Проспекте.

Стадия V

1. Эмитент должен не позднее 1 месяца с даты утверждения Решения о выпуске облигаций предоставить все необходимые документы в регистрирующий орган. Регистрирующий орган обязан осуществить государственную регистрацию выпуска облигаций или принять мотивированное решение об отказе в государственной регистрации не позднее 30 дней с даты представления всех документов.

2.Изготовление бланков сертификатов облигаций в случае выпуска облигаций в документарной форме.

3. Маркетинговая кампания по продвижению облигаций на рынок включает в себя:

- раскрытие на постоянной основе информации об облигационном займе для потенциальных членов эмиссионного синдиката и возможных инвесторов;

- подготовка пресс-релизов, статей, рекламных сообщений для публикации в финансовой прессе и на специализированных сайтах в Интернете;

- открытие Интернет-сайта или специализированной страницы на сайте эмитента или инвестиционной компании в Интернете, посвященной облигационному займу;

- проведение интернет-конференций;

- организация роуд-шоу – встреч топ-менеджмента эмитента с инвесторами, а также публичных презентаций облигационного займа;

- постоянная публикация информационных сообщений об основных событиях в период подготовки к размещению облигационного займа.

4. При закрытой подписке размещение облигаций происходит среди круга лиц, указанных в Решении о выпуске облигаций. Открытая подписка может на облигации может осуществляться не ранее двух недель с момента раскрытия информации о государственной регистрации выпуска облигаций. Размещение облигаций начинается после государственной регистрации выпуска, а заканчивается не позднее года с момента государственной регистрации выпуска облигаций.

На этой стадии происходит отчуждение облигаций их первым владельцам на основании договоров купли-продажи.

5. Эмитент совместно с инвестиционным консультантом составляет Отчет об итогах выпуска облигаций. Утверждение Отчета производит совет директоров эмитента, если иное не предусмотрено Уставом акционерного общества.

Стадия VI

Эмитент предоставляет в регулирующий орган Отчет об итогах выпуска облигаций не позднее 30 дней после истечения срока размещения облигаций, указанного в Решении о выпуске облигаций, а в случае если все облигации были размещены до истечения этого срока – не позднее 30 дней после размещения последней облигации.

Регистрирующий орган обязан не позднее двух недель с даты получения Отчета об итогах выпуска облигаций зарегистрировать Отчет или отказать в его регистрации. После этого эмитент обеспечивает доступ к информации, содержащейся в Отчете об итогах выпуска облигаций, и публикует сообщение о регистрации Отчета об итогах выпуска в периодической прессе.

Стадия VII.

Эмитент подает заявление на допуск к обращению или на включение облигаций в котировальный лист в соответствующий орган фондовой биржи.

Участниками выпуска выступают: организатор, андеррайтер и платежный агент:

1. организатор проводит: анализ кредитного риска эмитента и оценка состояния рынка облигаций, подготовку документов для государственной регистрации выпуска, Определение структуры и параметров облигационного займа, организацию и сопровождение договорных отношений с инфраструктурными организациями
2. андеррайтер обеспечивает: размещение облигаций, рекламно-информационную поддержку размещаемого займа, привлечение клиентов и инвестирование собственных средств
3. платежный агент осуществляет выплаты купонного дохода и погашение облигаций за счет и по поручению эмитента

Поскольку многие предприятия не готовы раскрывать в полном объеме информацию о своей финансово-хозяйственной деятельности, в России в качестве эмитента облигаций часто прибегают к созданию «проектной» компании (SPV, special purpose vehicle). Она создается только с целью привлечения финансирования для материнской компании, SPV не имеет права заниматься предпринимательской деятельностью, а также заключать любые возмездные договора с физическими лицами. Таким образом, и в дальнейшем SPV не придется раскрывать большой объем информации об эмитенте в форме ежеквартальной отчетности и сообщений о существенных фактах по причине отсутствия у компании – SPV значительного объема операций. Использование SPV дает возможность показывать «красивую» финансовую отчетность материнской компании, в то время как долг по займу находится на балансе SPV. Это возможно в случае, когда SPV не передает привлеченные средства путем займов или векселей материнской компании, а использует их самостоятельно, но в интересах материнской компании.

В случае банкротства эмитента кредиторы компании не имеют право предъявить иски поручителя сразу в момент банкротства, а только в момент наступления очередного платежа по облигациям.

Таким образом, создание SPV позволяет облегчить эмитенту выход на фондовый рынок путем перенесения нормативных требований на специально созданное юридической лицо.

Основные параметры выпуска облигаций:

1. Объем выпуска зависит от потребностей эмитента.

2. Выбор формы выпуска и типа облигации (дисконтная/купонная).

Различают следующие формы выпуска облигаций:

- именная бездокументарная;

- предъявительская документарная с обязательным централизованным хранением сертификата;

- предъявительская документарная без обязательного централизованного хранения.

Достоинства и недостатки корпоративных облигаций (по критерию формы фиксации прав на облигации) представлены в Приложении Г.

Оптимальным вариантом выпуска облигационных займов в российской практике являются документарные облигации на предъявителя с обязательным централизованным хранением.

По типу облигации подразделяются на следующие виды:

- **Дисконтные облигации** – облигации, по которым не начисляются проценты («нулевой купон»). Доход инвестора возникает в результате продажи ему облигаций с дисконтом при последующем их погашении по номинальной стоимости. Доход по облигациям – дисконт в виде разницы между ценой размещения (покупки) и ценой погашения (продажи).

- **Процентная облигация (купонная)** - облигация, по которой владельцу ежегодно выплачивается доход - фиксированный процент в зависимости от условий займа, обычно, по каждой облигации на основе отрезного талона:

- Облигация с фиксированной процентной ставкой (англ. *Fixed Rate Bond*) — облигация, доход по которой выплачивается по купонам с

фиксированной процентной ставкой. Информация о купонах указывается в проспекте эмиссии облигации.

- Облигация с плавающей процентной ставкой (англ. *Floating Rate Note (FRN)*; *Floater*) — облигация с переменным купоном, размер которого привязывается к некоторым макроэкономическим показателям: к доходности государственных ценных бумаг, к ставкам межбанковских кредитов (LIBOR, EURIBOR) и т. п.

Дисконтные облигации (при прочих равных) воспринимаются рынком как более рискованные в сравнении с купонными облигациями.

3. Номинал одной облигации, согласно российской практике, устанавливается в размере 1 000 рублей. Облигация погашается по номинальной стоимости. Номинальная стоимость облигации может быть выражена как в рублях, так и в иностранной валюте. Также номинальная стоимость может быть привязана к какому либо показателю (курсу иностранной валюты, темпу инфляции др.), в таком случае говорят об индексации номинала.

4. Тип размещения облигаций: публичное размещение (открытая подписка), частное (закрытая подписка) и конвертация.

При открытой подписке круг потенциальных инвесторов не ограничен, а закрытая подписка предусматривает размещение ценных бумаг среди ограниченного круга потенциальных владельцев.

5. Срок обращения облигаций зависит от потребностей эмитента в финансировании, а также от рыночной конъюнктуры.

Традиционно облигации подразделяются в зависимости от срока на краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (от 1 года до 5 лет) и долгосрочные (свыше 5 лет).

6. Периодичность выплаты купона. Купон по облигации выплачивается, как правило, через равные промежутки времени (ежемесячно, ежеквартально, раз в полгода и т.д.). Наиболее распространены в России выплаты купона раз в квартал и раз в полгода.

Тут необходимо руководствоваться следующим принципом. Если выпуск облигаций имеет высокие инвестиционные характеристики – раз в полгода, имеет невысокие инвестиционные характеристики и/или впервые выходит на рынок – раз в квартал, это улучшит показатели дюрации займа и снизит кредитный риск займа в глазах инвестора.

7. Наличие обеспечения. В зависимости от формы обеспечения выделяют следующие виды корпоративных облигаций:

- Облигации без обеспечения (необеспеченные облигации, облигации под конкретный вид доходов эмитента, облигации под конкретный инвестиционный проект, застрахованные облигации);
- Облигации с обеспечением (облигации с залоговым обеспечением, поручительством, банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией).

При выпуске облигаций эмитенту совместно с инвестиционной компанией надо выбрать комбинацию из ряда параметров, которая бы представляла собой компромисс между потребностями эмитента и инвестора.

Можно предложить несколько способов повышения *привлекательности займа для средних компаний:*

1. *Обеспечение.* Если в структуре займа будет встроена какая-либо технология, снижающая риски инвесторов, это может существенно повысить ликвидность размещаемых бумаг.

2. *Размещение облигаций по закрытой подписке.* Облигации размещаются вне биржи, без предварительного депонирования и проспекта эмиссии среди ограниченного круга лиц. При данном способе размещения эмитент выигрывает с точки зрения затрат времени на организацию облигационного займа. В этом случае в Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР) необходимо зарегистрировать только решение о выпуске облигаций, а для продажи бумаг на вторичном рынке достаточно выпустить информационный меморандум, который организатор займа, как правило, составляет при подготовке эмиссии параллельно с другими действиями. Другим

достоинством закрытой подписки является то, что эмитент экономит на биржевых сборах.

3. *Рейтинги национальных агентств*. Рейтинг ценной бумаги – это оценка рисков, которые с ней связаны. Рейтинг оценивает риск невыполнения эмитентом своих обязательств, связанных с ценной бумагой, и, соответственно, риск потерь инвестора в отношении основной суммы и процентов (кредитный риск).

1.3. Привлечение долевого финансирования

Акции – долевые ценные бумаги, за ее владельцем (акционером) закрепляются следующие права[10]:

- на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов;
- на участие в управлении акционерным обществом;
- на часть имущества, остающегося после ликвидации акционерного общества.

Акция удостоверяет факт внесения средств в уставный капитал эмитента и является бессрочной.

Для удачного размещения акций эмитенту необходимо соответствовать требованиям инвесторов, которые связаны с субъективными ожиданиями оптимального соотношения надежности и доходности.

Требования российских инвесторов таковы:

- наличие стратегии развития;
- четкая и понятная структура бизнеса;
- раскрытие реальных владельцев компании;
- соответствие принципам корпоративного управления;
- высокий уровень раскрытия информации, в том числе по договорным и коммерческим обязательствам;

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

- достаточный free-float;
- публичная история эмитента.

Требования для включения эмитента акций в котировальные листы РТС представлены в Приложении Д, для ММВБ в Приложении Е.

При выборе такого инструмента финансирования как эмиссия акций собственники предприятия фактически продают часть бизнеса, приобретая партнеров в виде инвесторов фондового рынка. Процесс подготовки к эмиссии длительный и сложный, зависит от состояния, в котором находится предприятие. Возможно, необходимо будет провести реструктуризацию, как правило, сопровождаемую изменением организационно-правовой формы компании.

В случае использования средств IPO на инвестиционный проект, эмитент или ведущий андеррайтер разрабатывают проект бизнес-плана (описание предприятия и отрасли, финансово-экономический анализ деятельности предприятия, производственный план, анализ рынка и план маркетинга, организационный и финансовый планы, резюме инвестиционного проекта).

Далее ведущий андеррайтер составляет окончательный вариант бизнес-плана и конструирует IPO, оформляя полученные результаты в виде Концепции, предоставляемой в качестве инвестиционного решения на утверждение эмитенту.

Концепция IPO - ключевой документ, в котором эмитент и профучастник, выводящий акции на рынок, согласовывают базовые параметры выпуска в качестве управленческого решения эмитента. В Концепции конструируются и обосновываются основные параметры выпуска[11]:

- основная идея IPO, его цели, рыночная ниша, классы инвесторов, на которые он рассчитан;

[11] http://www.ipocongress.ru

- характеристики бизнеса, который выводится на рынок, требования к эмитенту;
- вид акций, их характеристики как финансового продукта;
- номинал акции, порядок индексации (если предусмотрен);
- требования к эмитенту при подготовке к IPO, общая последовательность его действий;
- рынки, где будет размещен выпуск; порядок размещения (андеррайтеры, эмиссионный синдикат, если он создается);
- время выхода на рынок;
- общая схема взаимодействия с инфраструктурой, платежный агент, регистратор, депозитарий;
- информационное и маркетинговое обеспечение выпуска.

Как и в случае выпуска облигаций, андеррайтер и/или организатор выпуска проводит фондовую инвентаризацию эмитента. При этом лид-менеджер организует оценку бизнеса компании, чтобы установить начальный диапазон цены предложения акций.

Важно, чтобы у компании была хорошая кредитная история. Для этого, возможно, потребуется реструктуризация долгов, проведение ряда вексельных или облигационных программ, что дополнительно повысит «узнаваемость» компании инвесторами.

После принятия советом директоров решения о выпуске (или дополнительном выпуске) акций формируется проектная команда:

- финансовый консультант для создания инвестиционного ядра;

- юридический консультант для формирования прозрачной юридической структуры компании;

-аудитор для заверения финансовой отчетности компании по российским стандартам и стандартам МСФО;

-консультант по маркетингу для определения информационной политики компании, организации IR и PR политик.

Далее проводится подготовка инвестиционного меморандума. Инвестиционный (либо информационный) меморандум - аналитический материал, предназначенный для потенциальных инвесторов и дополняющий проспект ценных бумаг. Содержит углубленную аналитическую характеристику выпуска ценных бумаг и его параметров, деятельности эмитента и его финансового положения, рисков, связанных с его акциями[12].

Требование составления инвестиционного меморандума не содержится ни в одном из нормативных актов. Вместе с тем его подготовка является обычаем делового оборота, соответствующим международной практике.

По законодательству акции могут быть размещены в течение года после регистрации проспекта. Выбор времени для размещения имеет немаловажное значение, поскольку рыночная конъюнктура может сильно меняться, так же как и отношения инвесторов к новым размещениям.

После размещения совет директоров готовит и утверждает отчет об итогах выпуска. Далее отчет об итогах эмиссии регистрируется в ФСФР и происходит раскрытие информации, содержащейся в отчете. Эмитент подает заявление на допуск к обращению или включение акций в котировальный лист в котировальный комитет или иной орган фондовой биржи, ответственный за листинг. После проведения экспертизы ответственный орган принимает решение о допуске к обращению или включении в котировальный лист акций эмитента.

Основные параметры выпуска акций:

1) *Определение цены пакета* является одной из сложных задач. После оценки общей стоимости бизнеса делаются корректировки в зависимости от величины пакета, выставляемого на продажу. Затем прогнозная стоимость акций корректируется в зависимости от рыночной конъюнктуры: ситуации и направления движения рынка, отношения инвесторов к планируемому выпуску.

2) *выбор площадки размещения акций*

[12] http://www.ipocongress.ru

Компания, принявшая решение об IPO, может разместить свои акции в России (на биржах ММВБ, РТС, СПВБ), либо за рубежом (например, LSE, NYSE, NASDAQ).

Критерии, которыми руководствуется эмитент при выборе внутренней или внешней площадки:

- затраты на размещение;
- объем продаваемого пакета;
- долгосрочные цели стратегического развития компании.

При размещении в России затраты компании окажутся на порядок ниже, чем при размещении за рубежом. Это является определяющим фактором для небольших компаний.

Сегодня, по мнению многих специалистов, ведущей мировой площадкой для размещения акций компаний малой и средней капитализации является альтернативная площадка Лондонской фондовой биржи (LSE) - AIM (Alternative Investment Market). Ключевое преимущество – наличие на AIM около 900 фондов – качественных инвесторов, готовых инвестировать в быстро растущие перспективные компании со всего мира.

Во второй главе будут подробно рассмотрены российские фондовые площадки – ММВБ и РТС, открывшие спецсекции для размещения «малых и средних» компаний.

3) Определение объема пакета

При определении объема пакета акций руководству эмитента следует руководствоваться следующими критериями:

- внутренние цели эмитента;
- необходимость обеспечения ликвидного вторичного рынка;
- внешние ограничения.

Компания привлекает тот объем денежных средств, который ей необходим либо для реализации стратегии финансирования (привлечение денежных средств для инвестиционной программы, реструктуризации

долгового портфеля и т.д.), либо для реализации целей собственников в случае полного выхода из бизнеса или продажи его части.

Обычно в рамках IPO размещают 15-30% от уставного капитала. Для того чтобы организаторам удалось вызвать достаточный интерес со стороны инвесторов и предложить привлекательные условия размещения на российском рынке, минимальная стоимость такого пакета должна составить 50 млн. долл. США. Для успешного размещения на западных площадках необходимо, чтобы стоимость пакета акций, размещаемого в рамках IPO, превышала 200 млн. долл. США.

1.4. Сравнительный анализ инструментов долгового и долевого финансирования

Наиболее распространенным внешним источником заимствования является банковский кредит. Поэтому в данном разделе при анализе различных инструментов фондового рынка, считаю нужным также остановится на банковском кредите и сравнить его основные параметры с вексельным займом и облигационным займом, а также рассмотреть достоинства и недостатки указанных инструментов заемного капитала.

Очень часто компания в начале выхода на долговой рынок использует вексельный заем. В отличие от банковского кредита для выпуска векселей не требуется залога, и при правильном структурировании заемщик получает не одного крупного кредитора, от которого полностью зависит, а множество мелких. Кроме того, выпуская векселя с различными сроками погашения, компания получает эффективный инструмент управления денежными потоками и долгом. 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 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 облигациями.

Если выпуск векселей является краткосрочным заимствованием (до 1 года), то облигационный заем – это долгосрочное (3-5 лет) привлечение финансирования, таким образом, компания может осуществлять инвестиционные проекты. Облигации 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 векселей. Серьезным недостатком является механизм оферт, принципиально снижающий срок заимствований. Для не очень крупных компаний наличие оферты является необходимым условием ликвидности выпуска. Задача организатора займа — разместить выпуск среди широкого круга инвесторов и организовать вторичный рынок, чтобы снизить риски предъявления к оферте крупных пакетов. К сожалению, зачастую банки — организаторы выпуска — для облегчения своей работы выкупают большую часть займа на себя, осуществляя фактически, таким образом, секъюритизацию кредита.

Далее приведем сравнительную характеристику по основным параметрам таких инструментов как: банковский кредит, вексель и облигационный заем в Таблице 1.4.1.

Таблица 1.4.1. Сравнительная характеристика банковского кредита, векселя и облигационного займа

Условия	***Банковский кредит***	***Выпуск векселей***	***Облигационный заем***
Ограничение по сумме займа	Для банка-кредитора – не более 25 % от собственного капитала	Нет (ограничен кругом потенциальных инвесторов)	Не менее $ 5 млн. (менее не рационально)
Срок организации	Для краткосрочного кредита – от 1-й	От 14 недель	От 3-х недель

	недели Для долгосрочного кредита – порядка 4-х недель		
Условия финансирования	В соответствии с условиями кредитного соглашения	Выпуск векселей по мере необходимости на условиях, согласованных с финансовым консультантом	В ходе первичного размещения, в течение 360 дней с момента принятия Советом Директоров решения о выпуске, но не ранее регистрации выпуска в ФКЦБ
Требования к информации о заемщике	В объеме требований кредитора	По согласованию заемщика с финансовым консультантом, достаточно полная и прозрачная, аналогично с требованиями по банковскому кредиту	В соответствии с формальными требованиями ФКЦБ по обязательному раскрытию информации.
Степень раскрытия информации	Не раскрывается, как правило носит конфиденциальный характер	Открыта в пределах, оговоренных с финансовым консультантом	Общедоступна в пределах проспекта эмиссии
Документация	Кредитное соглашение, обеспечительные документы	Соглашение с финансовым консультантом, информационный меморандум, договор с маркет-мейкером, платежным агентом (домицилянтом) – при необходимости организации оплаты векселей	Решение о выпуске, Проспект эмиссии, соглашение с андеррайтером, договор с маркет-мейкером, платежным агентом, депозитарием, документы для прохождения листинга и т.д.
Наличие аудита	Не обязательно	Желательно	Обязательно
Количество кредиторов (инвесторов)	Один	Не ограничено	Не ограничено
Рыночная инфраструктура	Не требуется	Обращение в документарном виде на внебиржевом рынке	Торговая система, депозитарий
Вторичный рынок	Практически отсутствует	Имеется	Имеется

Преимущества и недостатки вышеуказанных инструментов рассмотрены в Таблице 1.4.2.

Таблица 1.4.2. Преимущества и недостатки банковского кредита, векселей и облигационного займа:

	Банковский кредит	***Выпуск векселей***	***Облигационный заем***
Преиму-щества	-Быстрота оформления, отсутствие государственной регистрации -Нет необходимости привлекать сторонних консультантов -Один кредитор – меньше времени на переговоры -Раскрываемая информация доступна ограниченному кругу лиц -При краткосрочном кредитовании возможность получения кредита по мере необходимости (кредитная линия). -Возможность заимствования на льготных (нерыночных) условиях исходя из взаимоотношений с банком-кредитором	-Потенциально меньшие по сравнению с банковским кредитом процентные ставки. -Потенциально неограниченный (распыленный) круг инвесторов -Небольшой объем раскрываемой информации -Возможность формирования публичной кредитной истории. -Быстрота оформления. -Возможность выпуска по мере необходимости. -Возможность привлечения значительных сумм за короткий период. -Высоколиквидный вторичный рынок. -Возможность объективного ценообразования.	-Потенциально меньшие по сравнению с банковским кредитом процентные ставки. -Потенциально неограниченный (распыленный) круг инвесторов, независимость от одного кредитора -Возможность формирования публичной кредитной истории, что ведет к снижению стоимости заимствования в будущем -Возможность заимствовать средства на длительный срок -Издержки по облигациям могут быть отнесены на себестоимость -Возможность объективного (рыночного) ценообразования при установлении процентных ставок -Более развитый вторичный рынок, чем у векселей, т.к. не требует экспертизы подлинности, правильности и достоверности цепочки передаточных надписей
Недостат-ки	-Зависимость от одного кредитора. -Требуется залог -Высокая доля субъективизма в общении с банком.	-Жесткие требования по оплате долга оформленного векселями, сложность реструктуризации. -Возможны случаи подделки векселей. -Отсутствие четкого налогового законодательства.	-Значительная «бумажная» работа. -Жесткие сроки и условия размещения облигаций. -Сжатые и жесткие условия регистрации проспекта эмиссии в ФКЦБ. -Низко ликвидный вторичный рынок на данный момент

Таким образом, выбор инструмента зависит от потребности компании в финансировании, цели, для которых она привлекает дополнительные средства. 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.

Сравнительный анализ долгосрочных инструментов финансирования: облигации и акции представлен в Таблице 1.4.3.

Таблица 1.4.3. Сравнительный анализ долгосрочных инструментов финансирования: облигации и акции

Инструмент	**Преимущества**	**Недостатки**
Облигации	-Способствует формированию публичной кредитной истории, что ведет к снижению стоимости заимствования в будущем -Возможность гибкого налогового и финансового планирования, возможность управлять размером долга через операции покупки/продажи собственных ценных бумаг -Менеджмент сохраняет контроль над компанией -Инвестор не участвует в распределении прибыли	-Требуют раскрытия большого объема информации для широкого круга инвесторов -Необходима государственная регистрация выпусков -Затраты для небольших объемов привлечения средств, требуют длительное время подготовки -Необходимость выплаты процентов и возврата привлеченных средств
Размещение акций	-Привлечение значительного объема финансовых ресурсов для дальнейшего развития компании без затрат на их рефинансирование -Повышение капитализации компании -Повышение прозрачности и управляемости компании как для основного собственника, так и для потенциальных акционеров -Эффективный способ «выйти из бизнеса» для прежних владельцев -Мотивация менеджмента и сотрудников -Оценка эффективности бизнеса через получение им рыночной стоимости -Повышение качества корпоративного управления	-Необходима открытость, прозрачность деятельности компании -Трудоемкость и большие финансовые затраты на организацию эмиссии -Зачастую требует проведения реструктуризации бизнеса -Приводит к размыванию акционерного капитала и контроля -Усложнение принятия решений, риск «шантажа» со стороны мелких акционеров -Возможность появления конфликтов интересов -Инвестор участвует в распределении прибыли

При долгосрочном финансировании компании крайне трудно привлечь кредит банка, поэтому на первый план выходят инструменты финансовых рынков: облигации и акции. 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 собственников 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. Поэтому основным инструментом при необходимости долгосрочного финансирования является выпуск облигационных займов.

Вексельные программы более просты в организации в проведении сделок, занимают меньше времени и затраты на их реализацию ниже по сравнению с облигационным займом. Поэтому такие программы можно рекомендовать впервые выходящим на фондовые рынки компаниям. Организация облигационного займа – длительный и трудоемкий процесс. Облигации подлежат государственной регистрации, технология выпуска, обращения и погашения – строго регламентированы, также выдвигаются законодательные требования к раскрытию информации.

Эмиссия акций требует от эмитента гораздо большей подготовки, чем организация облигационного займа – требуется 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.

Глава 2. Специализированные торговые площадки для компаний средней и малой капитализации, их сравнительная характеристика.

2.1. Российские специализированные торговые площадки для средних и малых компаний

В данном параграфе будут рассмотрены две основные площадки российского фондового рынка – РТС и ММВБ. Начнем с изучения инфраструктуры российского рынка для малых и средних компаний:

1) RTS Board - Информационная система индикативного котирования ценных бумаг компаний небольшой капитализации, в котором представлены 1750 ценных бумаг 1314 эмитентов (по состоянию на 18.05.09). Участниками системы являются 250 крупнейших банков и инвестиционных компаний.

RTS Board является эффективным инструментом первоначального повышения ликвидности ценных бумаг, задача которого – обратить внимание инвесторов на перспективные ценные бумаги.

2) Котировальный список «И» биржевого рынка РТС характеризуется:

• облегченными критериями листинга для небольших инновационных компаний (капитализация не менее 60 млн. руб.);

• отсутствием минимальных сроков существования компании или убытков;

• ограничением максимальной доли акций во владении одного лица 90%;

• поддержкой ликвидности маркет-мейкером.

3) Сектор ИРК Фондовой биржи ММВБ, где основные требования сформулированы следующим образом:

• упрощенный выход на биржу для быстрорастущих компаний в сфере инновационных и высоких технологий, с темпами роста выручки не менее 20% по итогам финансового года;

• капитализация компании-эмитента - от 100 млн. до 5млрд. рублей.

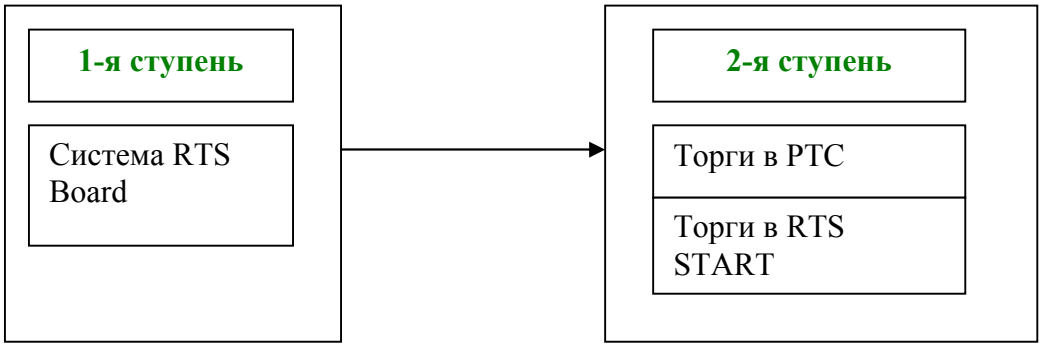
4) RTS Start - сегмент Биржевого рынка ценных бумаг фондовой биржи РТС, для обращения ценных бумаг компаний средней и малой капитализации, с объемом выпуска не более 5 млрд. руб., с целью создания и повышения капитализации.

Остановимся подробнее на новых сегментах площадок РТС и ММВБ.

Российская торговая система (РТС) — крупнейший организатор торговли на рынке ценных бумаг. В результате внесения изменений в российское законодательство, компании малой и средней капитализации получили новые возможности для привлечения финансирования на организованном рынке ценных бумаг. Поправки ФСФР заключались в следующем:

- введение нового котировального списка «И» («Инвестиционный»);
- появление возможности проведения «двойного» IPO – в России и за рубежом;
- оптимизация процесса эмиссии ценных бумаг.

Можно представить схематично процесс выхода эмитента ценных бумаг на РТС:



Сначала необходимо вывести ценные бумаги эмитента в RTS Board, а затем уже возможен допуск к торгам в РТС (включая RTS START).

Сегмент рынка ценных бумаг ОАО «РТС» - RTS START был создан специально для компаний небольшой и средней капитализации весной

2006г., начал работу 30 января 2007г. Он был создан для реализации следующих целей:

- увеличения количества обращаемых на российском рынке ценных бумаг;
- предоставления возможности небольшим, динамично развивающимся компаниям создать и повысить капитализацию;
- обеспечения возможности привлечения капитала в реальный сектор экономики с помощью фондового рынка.

Сравнительная характеристика RTS Board и RTS START представлена в Таблице 2.1.1.

Таблица 2.1.1. Сравнительная характеристика RTS Board и RTS START

Параметры	**RTS Board**	**RTS START**
Тип рынка	внебиржевой	Биржевой
Рыночные цены, признаваемые котировки, рыночная капитализация	-	+
Заявитель ценных бумаг	Участник торгов РТС, пользователь RTS Board, ОАО «РТС»	Эмитент и Участник торгов РТС, Участник торгов РТС
Заявляемые ценные бумаги	акции, облигации, инвестиционные паи	акции, облигации
Участие маркет-мейкера и УФК	-	Маркет-мейкер – обязательно; УФК – обязательно (за исключением допуска к обращению во внесписке)
Требования к эмитенту и его ценным бумагам	Требования установлены ОАО «РТС», утверждены Советом директоров фондовой биржи	Требования установлены Правилами допуска ценных бумаг к торгам, прошедшими государственную регистрацию в ФСФР России

В Сегмент RTS START могут быть включены ценные бумаги эмитентов, ранее включенные либо включаемые в следующие разделы Списка[13]:

[13] Правила допуска ценных бумаг к торгам ОАО «Фондовая биржа РТС» от 01.12.2008

- Котировальный список «Б»,
- Котировальный список «В»,
- Котировальный список «И»,
- ценные бумаги, допущенные к торгам без прохождения процедуры листинга (Внесписочные ценные бумаги).

Инфраструктура площадки РСТ СТАРТ представлена такими обязательными участниками как:

- уполномоченный финансовый консультант (УФК);[14]
- маркет-мейкер;[15]
- аудитор.

Желательными участниками являются: юридический консультант и PR-агентство.

Функции и обязанности Уполномоченного финансового консультанта (УФК) для RTS START:

- обеспечение своевременного и полного раскрытия информации об эмитенте на постоянной основе в течение всего срока обращения ценных бумаг в RTS START;
- подписание последнего ежеквартального отчета эмитента (в случае допуска к торгам ценных бумаг, отчет об итогах выпуска которых зарегистрирован (в ФСФР России направлено уведомление об итогах выпуска));
- 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.

---

[14] 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

[15] Маркет-мейкер - профессиональный участник рынка ценных бумаг, имеющий лицензию на осуществление брокерской и/или дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, являющийся участником торгов РТС, заключивший с эмитентом ценных бумаг соответствующий договор.

В случае размещения:

- подготовка и подписание проспекта ценных бумаг (в случае размещения дополнительного выпуска);
- 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 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 торгов[16].

Функции и обязанности Маркет-мейкера:

- обеспечение ликвидности ценных бумаг эмитента на вторичном рынке ценных бумаг посредством поддержания двусторонних котировок в пределах заданного спрэда 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.

Сравнительная характеристика торгов на РТС и RTS START представлена в Таблице 2.1.2.

[16] Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, утвержденное Приказом ФСФР России от 22.06.2006 N 06-68/пз

Таблица 2.1.2. РТС и торги RTS START

Параметры		Основные торги	RTS START
Дата запуска торгов		5 июля 1995г.	30 января 2007г.
Целевая аудитория		Все компании	Компании малой и средней капитализации
Разделы списка ценных бумаг		«А1», «А2», «Б», «В», «И», «Внесписок»	«Б», «В», «И», «Внесписок»
Виды ценных бумаг		Акции, облигации, биржевые облигации, инвестиционные паи	Акции, облигации
Max требования	по капитализации (для эмитентов акций) / по объему выпуска (для эмитентов облигаций) при включении ценных бумаг	Нет ограничений	5 млрд. руб. / 500 млн. руб.
Min требования		Нет ограничений	Нет ограничений
Наличие маркет-мейкера		Обязательно (только для «В» и «И»)	Обязательно
Наличие УФК		Обязательно (только для И)	Обязательно (за исключением случая, когда заявитель – не эмитент)
Требования к эмитенту по предоставлению документов		Требования установлены Правилами допуска ценных бумаг к торгам, прошедшими государственную регистрацию в ФСФР России	Требования установлены Правилами допуска ценных бумаг к торгам, прошедшими государственную регистрацию в ФСФР России, а также предоставление в РТС Аналитического отчета и Экспертного заключения (в случае размещения)

Согласно Правилам допуска ценных бумаг к торгам для включения акций и корпоративных облигаций в Сегмент RTS START при обращении необходимо:

1. провести регистрацию проспекта ценных бумаг;
2. осуществить государственную регистрацию отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг эмитента или в ФСФР России

представлено уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг;

3. соблюдение эмитентом требований законодательства РФ о ценных бумагах, нормативных правовых актов ФСФР России, в том числе о раскрытии информации на рынке ценных бумаг;

4. соответствие требованиям Биржи, предъявляемым для обращения в сегменте RTS START;

5. капитализация акций не должна превышать 5 млрд. руб. (для включения акций);

6. объем выпуска корпоративных облигаций по номинальной стоимости не должен превышать 500 млн. руб. (для включения облигаций);

7. в случае, если Заявителем ценных бумаг в сегмент RTS START является эмитент, необходимо наличие договора, заключенного между УФК и эмитентом, действующего в течение периода нахождения его ценных бумаг в Сегменте RTS START, и представление эмитентом на Биржу копии такого договора, также эмитент принимает на себя обязательство представить на Биржу сообщение о расторжении договора с УФК не позднее, чем за 15 дней до даты расторжения;

8. наличие договора о выполнении обязательств маркет-мейкера в отношении заявленных ценных бумаг, в течение не менее 6 месяцев с даты начала торгов данными ценными бумагами в Сегменте RTS START;

9. наличие 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 Сегмент RTS START ценных бумаг, а также иную дополнительную информацию.

Помимо выполнения данных условий для обращения в сегменте RTS START, в случае размещения необходимо еще наличие экспертного заключения от соответствующей профильной организации по инвестиционному проекту, требующему привлечения капитала (для

эмитентов, занимающихся научно-технической деятельностью либо осуществляющих свою деятельность с использованием прикладных научных исследований).

Список инструментов RTS START представлен в Таблице 2.1.3.

Таблица 2.1.3. Список инструментов RTS START[17]

Код Класси-ческого рынка	Код Биржевого рынка	Наименование инструмента, тип	Тип	Номи-нал (руб.)	Кол-во, шт.
KMTZ	KMTZG	ОАО Косогорский металлургический завод, АО	акция обыкновенная	1	17 670 339
KOMM	KOMMG	ОАО БФ Коммунар, АО	акция обыкновенная	0,125	330 992
NFAZ	NFAZG	ОАО Нефтекамский автозавод, ао	акция обыкновенная	1	8 038 896
SGMA	SGMAG	ОАО СиГМА, ао	акция обыкновенная	1	19 140 825

В качестве примера рассмотрим подробнее размещение ОАО «АРМАДА», которая работает в сфере информационных технологий в России и СНГ. Компания предоставляет государственным и коммерческим структурам IT-услуги, разрабатывает и внедряет программное обеспечение, производит и поставляет аппаратное обеспечение. Она присутствует и на РТС, и на ММВБ.

С конца июля 2007 г. по начало января 2008 г. акции ОАО «АРМАДА» были включены в Сегмент RTS START, где 31 июля 2007 г. состоялось размещение акций дополнительного выпуска Общества. А 9 января 2008 г. акции ОАО «АРМАДА» (код РТС - ARMD) были переведены из RTS START в торги ОАО «РТС».

Хронология событий ОАО «АРМАДА» в ОАО «РТС» представлена в Приложении И.

Акции основного выпуска ОАО «АРМАДА» были допущены к торгам с прохождением процедуры листинга и включением их в котировальный

[17] http://www.rts.ru

список «И» - 24 мая 2007г., дополнительного выпуска – 31 июля 2007г. Способ размещения ценных бумаг – открытая подписка.

Количество акций основного выпуска (код в РТС ARMD) составило 10 000 000штук, номиналом 1 рубль. Количество акций дополнительного выпуска (код в РТС - ARMDI) составило 2 000 000штук, номиналом 1рубль.

Обыкновенные акции ОАО «Армада» были допущены к торгам на ММВБ 24 мая 2007г. Размещаемый объем выпуска акций (код на ММВБ – ARMD) 12 000 000 штук, номинальной стоимостью 1 рубль.

В рамках IPO выпущено 2 млн. обыкновенных акций (или 17% увеличенного уставного капитала), которые были предложены инвесторам по цене 380 руб. за штуку. При этом объем поступивших заявок превысил существующее предложение в 9,5 раз, составив 7,22 млрд. руб. В ходе первичного размещения было привлечено 760 млн. руб.

В августе 2007 года «Армада» вошла в число 300 крупнейших компаний России по рыночной капитализации. На конец 2007 года капитализация компании превышала $250 млн.

Теперь проследим динамику Индекса РТС-2, который показывает изменение цен акций эмитентов со средней капитализацией. Число инструментов по состоянию на 13 марта 2009г. составляет 75 .

В 2008г. рынок акций «второго эшелона» продемонстрировал снижение. Индекс РТС-2 за прошедший год опустился на 79,2% до 548,20 (2629,56 на 28 декабря 2007г.). Для сравнения, индекс РТС снизился на 72,4% по итогам 2008 года. Изменение индексов РТС представлено в Приложении Ж.

Наибольшее отрицательное влияние на Индекс РТС-2 оказало снижение цен на обыкновенные акции ОАО «ОПИН» (-93,01 пункта), ОАО «ОГК-2» (-87,96 пункта) и ОАО «Распадская» (-67,91 пункта).

Наибольший вес в Индексе «второго эшелона» занимают следующие сектора экономики: электроэнергетика (20,5%), потребительские товары и торговля (12,2%) и телекоммуникации (11,8%)[18].

Наибольший вклад в снижение Индекса РТС-2 в 2008г. внесли ценные бумаги электроэнергетики (-494,15 пункта в сумме), телекоммуникационного (-404,08 пункта) и потребительского секторов (-264,05 пункта)[19]. График индекса РТС и РТС-2 за период с 01.01.08 по 01.03.09 представлен в Приложении 3.

ИРК ММВБ - Сектор инновационных и растущих компаний (Сектор ИРК) был образован 27 июня 2006г., начало торгов состоялось 14 июня 2007г. Сектор был создан для достижения следующих целей:

- формирование условий для эффективного привлечения инвестиций в инновационный и быстрорастущий сектор экономики компаниями малого и среднего бизнеса,
- создание предпосылок для массовых IPO этих компаний и решение задач венчурного финансирования в стране.

Необходимо отметить, что сектор ИРК (так же как и RTS START) - не отдельная площадка, существующая обособленно от основного рынка. С точки зрения всех технологий — трейдинга, клиринга, расчетов и обмена информацией — используется общая инфраструктура. Все участники торгов имеют доступ на ИРК. Бумаги в этом секторе могут принадлежать любому котировальному листу листинга ММВБ: «А1», «А2», «Б», «В», внесписочные бумаги и бумаги котировального списка «И», который ФСФР специально изобрел для выделения сектора ИРК.

<u>В сектор ИРК могут быть включены:</u>

- акции;
- корпоративные облигации;
- паи ПИФов.

[18] Обзор по Индексам РТС, http://fs.rts.ru/files/4845
[19] Там же

Основным критерием отбора компании является размер капитализации не менее 100 млн. руб., но не более 5 млрд. руб. Дополнительные, но не обязательные требования:

- Отрасль экономики: телекоммуникации; интернет-бизнес; разработка и инсталляция программного обеспечения; разработка и производство полупроводниковых устройств; биотехнологии; научно-исследовательские и конструкторские разработки (НИОКР); наукоемкое производство продукции в отрасли машиностроения и транспорта; отрасли, связанные с реализацией национальных проектов;
- Использование или внедрение новых технологий;
- Рост объема продаж более чем на 20% по сравнению с предыдущим годом.

Помимо стандартного (для котировальных списков или перечня внесписочных ценных бумаг) набора документов, компании придется представлять через Биржу инвесторам ряд дополнительных документов:

- инвестиционный меморандум, в котором более полно и неформально (в отличие от жестко заданных стандартов проспекта эмиссии и решения о выпуске) раскрывается информация о финансово-хозяйственной деятельности компании (предоставляется на этапе проведения размещения в Секторе);

- корпоративный календарь, раскрывающий для инвесторов годовой событийный ряд компании – эмитента;

- наличие договора с листинговым агентом[20].

Этот сектор был создан, чтобы позиционировать компании средней и малой капитализации, которые могут просто затеряться среди гигантов типа Газпрома. Сектор ИРК не является отдельной площадкой, таким образом,

[20] Листинговый агент – компания, выполняющая функции финансового консультанта и гарантирующая достоверность раскрываемой компанией Сектора информации на этапе размещения и включения ценных бумаг в Сектор, а также обеспечивающая процесс раскрытия информации компанией при поддержании ценной бумаги в Секторе. Листинговый агент проходит процедуру аккредитации на Фондовой бирже ММВБ. В настоящее время в качестве листинговых агентов аккредитовано 24 компании.

ликвидность всей биржи поддерживает ликвидность сектора. В данном случае может использоваться институт маркет-мейкеров.

Таким образом, листинг в секторе позволяет:

- повысить инвестиционную привлекательность компании, поскольку включение ценных бумаг в котировальные списки является своеобразным «знаком качества»;
- увеличить инвестиционную базу;
- выйти на зарубежные финансовые рынки.

Особая роль отводится листинговому агенту. Институт листинговых агентов должен помочь компаниям Сектора перестроить системы раскрытия информации под потребности инвесторов, работающих в нем, тем самым обеспечивая надлежащий уровень защиты прав инвесторов и минимизируя риски распространения недостоверных сведений и информации.

Эмитентами сектора ИРК являются четыре компании, данные по которым представлены в Таблице 2.1.4.:

1. ЗПИФ "ФИНАМ - Информационные технологии"
2. ОАО "Армада"
3. ОАО «О2ТВ»
4. ОАО «НЕКК»

Таблица 2.1.4. Эмитенты сектора ИРК ММВБ

Эмитент	**Тип инструмента**	**Дата допуска к торгам на ММВБ**	**Размещаемый объем**	**Цена предложения 1 пая/номинал акции**	**Котировальный список**
ЗПИФ «ФИНАМ — Информационные технологии»	Пай закрытого ПИФа	14.06.2007	53 000паев	9 467,61р.	"Б"
ОАО «Армада»	Акция обыкновенная	24.05.2007	12 000 000шт.	1р.	"И"

ОАО «О2ТВ»	Акция обыкновенная	02.09.2008	100 000 000шт. (до 25% от УК)	0,001	Внесписочные ценные бумаги
ОАО «НЕКК»	Акция обыкновенная именная	08.04.2009	28 014 000шт.	1р.	«В»

1) Первым эмитентом Сектора выступил Закрытый паевой инвестиционный фонд особо рисковых (венчурных) инвестиций «ФИНАМ – Информационные технологии» (ФИНАМ-IT). В ходе размещения был предложен и полностью выкуплен дополнительный выпуск паев фонда: 53 000 паев фонда, стоимость каждого из которых составила 9467,61 рубля. Таким образом, в результате размещения фонд получил более 500 млн. рублей (20 млн. долл. США), с целью инвестирования в приобретение дополнительных активов в различных секторах IT-бизнеса. При размещении использовался механизм биржевого аукциона по единой цене. В результате было размещено 100% эмиссии за 1 день, количество сделок-139, количество инвесторов-135. Объем сделок на вторичном рынке за июнь-август 2007 года составил 25 млн. руб.

2) Биржевое размещение (IPO) дополнительного выпуска 2 млн. акций ОАО «Армада» на Фондовой бирже ММВБ состоялось 31 июля 2007г. При размещении использовался способ – биржевое IPO по единой цене. В результате было размещено 100% эмиссии за 1 день, причем спрос превысил предложение в 9,5 раз; количество сделок-8, количество инвесторов-7. Объем сделок на вторичном рынке за август 2007 года составил 13.1 млн. руб.

3) 25 июля 2008 года на Фондовой бирже ММВБ состоялось начало торгов акциями ОАО “О2ТВ”. Финансовым консультантом компании выступила ИФК “МЕТРОПОЛЬ”. Первой целью вывода акций на биржу было приближение оценки компании (капитализации) к реальной и создание предпосылок для будущего проведения IPO весной 2009 года. Привлеченные средства предназначались для экстенсивного развития – рост сети вещания, увеличение производства контента, запуск спецпроектов, что отразится на

измерениях TNS Gallup Media и финансовых результатах компании. Также часть привлеченных средств пойдет на рефинансирование имеющейся задолженности.

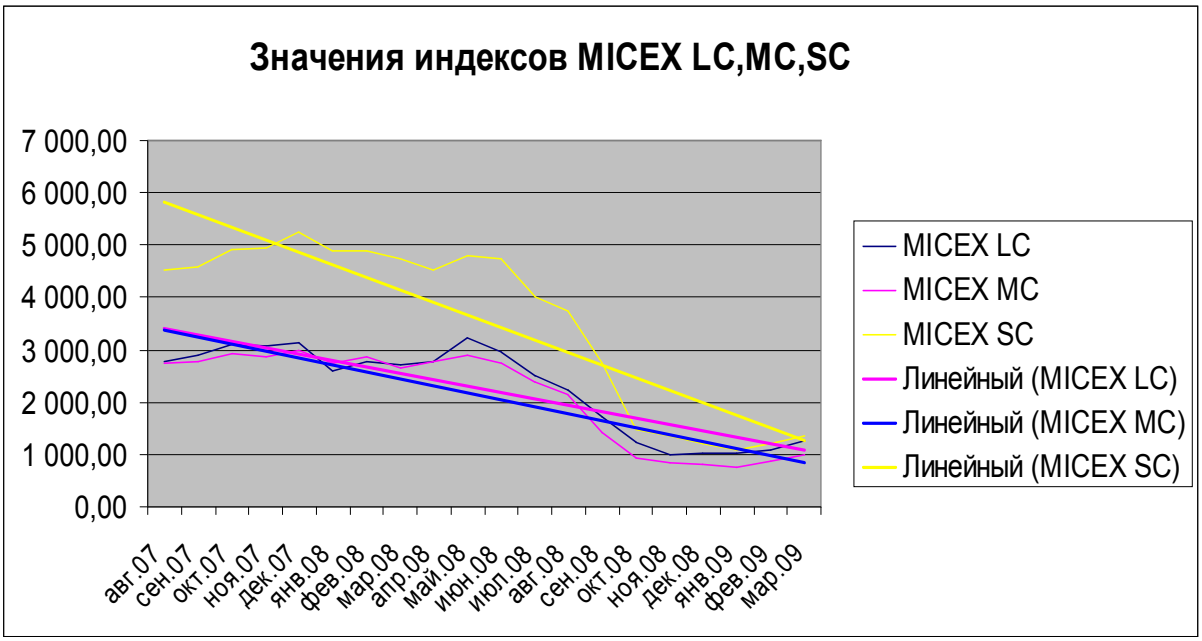
4) 8 апреля 2009 года состоялась торжественная церемония начала торгов акциями ОАО «НЕКК». По завершении процедуры листинга акции компании ОАО «НЕКК», были допущены к торгам в процессе обращения в Секторе ИРК и включены в Котировальный список «В» ЗАО «Фондовая биржа ММВБ». ОАО «НЕКК» (г. Челябинск) является малым предприятием химической отрасли России. Листинговым агентом выступила компания ОАО «Торос Инвестментс» (г. Магнитогорск). В 2008г. выручка компании составила 117,6 млн. руб., валовая прибыль 34,5 млн. руб. Стратегия развития ОАО «НЕКК» направлена на достижение долгосрочной конкурентоспособности на мировом рынке высококачественного медного купороса.

За 2008 год, несмотря на мировой финансовый кризис, рыночная стоимость паев ЗПИФ «ФИНАМ-ИТ» увеличилась на 52,7%. Хуже обстоят дела у акций группы «Армада». За вторую половину 2008г. их стоимость упала почти в 20 раз: с примерно 500руб. за штуку до менее чем 30 руб. Специалисты холдинга «Финам» объясняют данное расхождение трендов следующим образом: ценные бумаги «Финам-ИТ» и «Армада» - разные активы. В первом случае это преимущественно Интернет, ориентированный на частного потребителя, а во втором – ИТ для корпоративных клиентов. Бизнес интернет-фирм, ориентированных на индивидуального потребителя более стабилен, в то время как у компаний, работающих преимущественно с корпоративными клиентами, есть риски существенного сокращения портфеля заказов во время кризиса. В итоге инвесторы сбрасывают такие бумаги, производят переоценку их справедливой стоимости. У «Армады» есть дополнительный негатив – проблемы у РБК. Инвесторы могли опасаться, что средства из их бизнеса будут выводиться на поддержку

материнской компании[21]. Предприятие химической отрасли ОАО "НЕКК" стало первой компанией в 2009г., которая приняла решение о выводе своих акций на биржу, несмотря на продолжающуюся нестабильность на финансовых рынках.

Динамика индексов MICEX LC, MC, SC, которая свидетельствует об изменении интереса инвесторов к акциям малых и средних компаний представлена в графическом виде на Рисунке 2.1.1.

Рисунок 2.1.1. Динамика индексов MICEX LC, MC, SC



Источник: по данным Bloomberg, аналитика автора.

Где:

MICEX LC – индекс акций компаний высокой капитализации

MICEX MC – индекс акций компаний стандартной капитализации

MICEX SC – индекс акций компаний малой капитализации

Индекс	Кол-во ценных бумаг	% рыночной капитализации
MICEX LC	15	81.0%
MICEX MC	30	13.4%
MICEX SC	50	4.8%

[21] Мутин В. Кризис обрушил котировки крупных российских ИТ-компаний// PCWEEK 27.01.2009

На основе анализа зависимости индекса MICEXLC, MICEXMC, MICEXSC от времени можно увидеть, что в течение анализируемого периода значения индексов падали, при этом спрос на акции компаний группы MICEXLC падал меньшими темпами, чем акции групп MC и SC.

Данный факт доказывает следующие предположения:

1. Флуктуации цен на рынке высококапитализированных компаний ниже в сравнении с рынками компаний средней и малой капитализаций.
2. В ситуации рецессии (текущая ситуация в мировой экономике) акции высококапитализированных компаний пользуются большим спросом вследствие их большей надежности и, следовательно, менее подвержены риску серьезной потери стоимости. (Данный вывод получен в результате анализа линий тренда на графике, где можно отметить, что график линейного тренда индекса компаний LC имеет меньший наклон, чем графики трендов компаний MC и SC).

ФБ ММВБ панирует создание новой торговой площадки для привлечения инвестиций компаниями малой и средней капитализации. По словам заместителя генерального директора ФБ ММВБ Геннадия Марголита, запуск должен состояться не ранее весны, но на текущий момент она не создана. Предполагается, что ценообразование и колебания котировок на новой площадке не будут копировать основной рынок, т.к. в новой секции не будет спекулянтов, а в торгах будут участвовать только квалифицированные инвесторы — фонды прямых инвестиций и крупные государственные фонды.

Новая площадка должна предоставить компаниям второго-третьего эшелонов возможность проведения частных размещений с одновременным листингом по упрощенным правилам.

Глава ФСФР Владимир Миловидов по поводу открытия новой площадки настроен скептически, считая, что в условиях кризиса не стоит рассчитывать на высокую оценку таких активов[22]. По мнению главного аналитика ИК ITinvest Александра Потавина, эта площадка будет

[22] http://www.kommentarii.ru/tags/IPO/13739/1

востребована в ближайшие годы, поскольку в период кризиса средний российский бизнес «изголодался» по инвестиционным ресурсам[23].

На мой взгляд, инициатива создания площадки для торгов непубличными активами на ММВБ в текущих условиях является шагом в позитивную сторону развития рынка, но, все же, специальное позиционирование в сторону компаний, не сумевших провести IPO из-за финансового кризиса – это прием желаемого за действительное. Ведь размещение новых эмиссий акций на западных биржах преследовало в лучшие времена двойную цель: с одной стороны, получить доступ к дешевым ресурсам на развитие компании, с другой - получить справедливую оценку и интернационализация собственного корпоративного бренда. На мой взгляд, альтернативная площадка ММВБ вряд ли сможет заменить или частично восполнить эти цели. Более того, если сопутствующие расходы на листинг окажутся высокими, то, скорее всего, компании на эту площадку не пойдут.

Одной из важных проблем станет трудность справедливой оценки непубличных компаний, что станет камнем преткновения в данном проекте.

2.2. Зарубежные специализированные торговые площадки для средних и малых компаний

Крупным и зрелым компаниям гораздо проще выйти на фондовый рынок, найти своего инвестора, повысить капитализацию, сформировать ликвидный рынок. Если же речь идет о компаниях относительно небольших и молодых, то им гораздо сложнее найти своего инвестора.

Первой специальную площадку для инновационных и растущих компаний 14 лет назад создала Лондонская фондовая биржа (LSE). Сейчас

[23]Замирская Е. ФБ ММВБ планирует создание новой торговой площадки, 26.01.2009, www.qute.ru/research/news/2009/01/26/32283206.shtml

эта секция альтернативных инвестиций (AIM)[24] — крупнейшая в мире, где торгуется более 2500 компаний по данным на декабрь 2008г.

В ноябре 1999 г. на Токийской фондовой бирже появился новый рынок быстрорастущих и рискованных акций Mothers (market of the high-growth and emerging stocks).

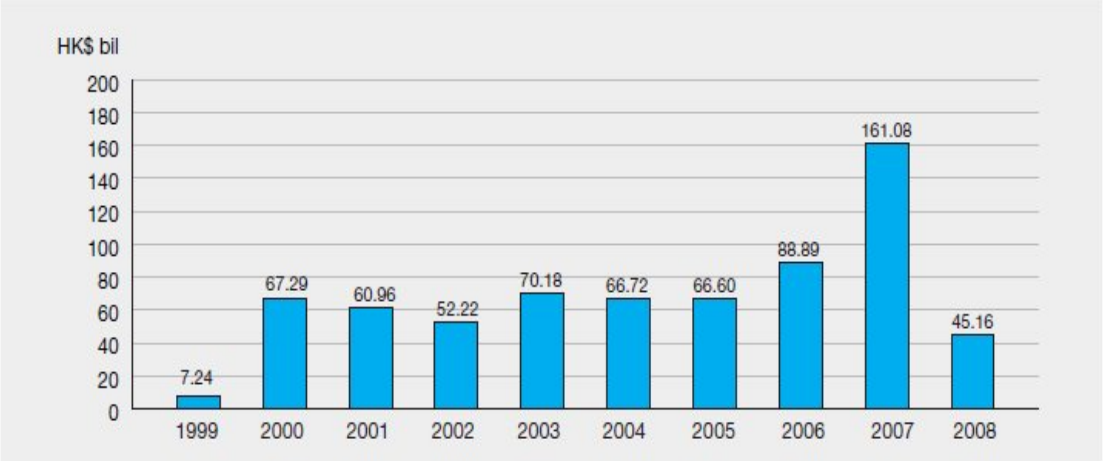
В Приложении К представлено движение индекса Mothers Index; количество компаний, прошедших листинг; объем торговли на бирже Mothers; количество IPO за последние шесть лет.

Токийская Фондовая биржа начала рассчитывать Mothers Index 16 сентября 2003г. с 1000 пунктов. Пик роста значения индекса приходился на середину 2004г. и начало 2006г. По состоянию на конец января 2009г. индекс принимает значение 336,69 пунктов.

В том же году на Гонконгской бирже появился рынок растущих компаний (GEM). Два основных принципа этих площадок — облегченные требования листинга для эмитентов и дополнительные требования по защите инвесторов.

На Рисунке 2.2.1. представлена диаграмма рыночной капитализации GEM за период 1999-2008г.

Рисунок 2.2.1. Рыночная капитализация GEM за период 1999-2008г.[25]



[24] Альтернативный инвестиционный рынок (англ. Alternative Investments Market, AIM) — существует с 1995 года при Лондонской фондовой бирже, чтобы обеспечить путь к финансированию для новых, растущих компаний, и предоставить им преимущества при выпуске ценных бумаг и средства оборота акций в компании.

[25] http://www.hkex.com.hk/data/factbook/2008/e/19.pdf

Самой известной в России традиционно была и остается AIM. При выборе площадки эмитент должен оценивать не различия в требованиях, они разумны и выполнимы, а три ключевых фактора: наличие инвесторов, возможность привлечь нужный объем средств при достижении желаемого уровня капитализации и ликвидность акций на вторичном рынке. Например, по данным Financial Times, в условиях финансового кризиса в Европе с начала этого года было проведено всего 47 IPO: 5 – на Deutche Bourse (Entry standard), 1 – на LSE, 41 – на AIM. Такой результат можно объяснить тем, что на английской AIM присутствует более 900 фондов, инвестирующих в акции компаний средней капитализации. Конкуренция между фондами приводит к значительно более высокой оценке ценных бумаг данных компаний при IPO.

Выбирая площадку для размещения, следует учитывать, что требования альтернативных сегментов бирж хотя и мягче по сравнению с основным сектором, но также обязательны к соблюдению. При этом подходы AIM, ИРК ММВБ и RTS START различаются (Таблица 2.2.1.).

Таблица 2.2.1. Ключевые требования к эмитентам[26]

Требования к эмитентам	**AIM**	**RTS START**	**ИРК ММВБ**
Количество размещаемых акций	Нет ограничений	Не менее 10% эмиссии (для котировальных списков «В» и «И»)	Не менее 10% эмиссии (для котировальных списков «В» и «И»)
Срок нахождения акций в котировальном списке (с даты включения)	Нет ограничений	Для списка «В» не более полугода, для «И» не более пяти лет	Для списка «В» не более полугода, для «И» не более пяти лет
Срок существования эмитента	Нет ограничений	Не менее трех лет; для списка «И» – без ограничений	Не менее трех лет; для списка «И» – без ограничений
Капитализация эмитента	Нет ограничений	Не должна превышать 5 млрд. руб.	Не меньше 100 млн. руб. и не больше 5 млрд. руб.
Оборотный капитал	Достаточный оборотный капитал в течение 12 месяцев.	Для включения в список «В» – отсутствие убытков по итогам двух из	Для включения в список «В» – отсутствие убытков по итогам двух из

[26] http://www.rts.ru/s779; http://www.micex.ru/off-line/stock_irk/info.doc

	Требуется отчет о состоянии оборотного капитала	последних трех лет	последних трех лет
Формат отчетности	Отчетность по UK GAAP, US GAAP, МСФО, аудированная за последние три года	Нет специальных требований	Нет специальных требований

Рассмотрим подробнее некоторые детали требований бирж к эмитентам:

Отрасль деятельности эмитента. Чтобы попасть на сектор ИРК ММВБ деятельность потенциальных эмитентов должна осуществляться в сфере инновационных и высоких технологий, а именно: телекоммуникаций, интернет-бизнеса, биотехнологий, разработок и инсталляций программного обеспечения, НИОКР, наукоемкого производства в области машиностроения или быть связанными с реализацией национальных проектов. Соответствие этому правилу определяется Экспертным советом биржи. На AIM и RTS Start ограничений по отрасли деятельности эмитента нет.

Уровень капитализации. Основное преимущество AIM по сравнению с другими мировыми биржами – отсутствие требования о рыночной капитализации компании. В России ИРК допускает к торгам эмитентов с капитализацией от 100 млн. руб., но не больше 5 млрд. руб., в то время как RTS Start не предъявляет требование к минимальной капитализации, ограничившись максимальным пределом - не более 5 млрд. руб.

Количество акций к размещению. На AIM нет ограничений по минимальному количеству акций, предлагаемому на открытых торгах. Российские площадки ограничили минимальный пакет для котировальных списков «И» и «В»: в открытом обращении должны находиться не менее 10% акций.

Срок существования эмитента. На российских специализированных торговых площадках для МСК к торгам допускаются эмитенты, срок

существования которых превышает три года с момента государственной регистрации (для списка «Б» – от года). Для включения в котировальный список «И» никаких условий по сроку существования компании-эмитента не введено. На лондонской AIM таких ограничений нет.

Что касается содействия профессиональных участников в размещении и обращении ценных бумаг, то на AIM эта роль отведена официальным (номинированным) советникам – (Nomad, Nominated advisor). На RTS START и ИРК ММВБ аналогичные функции выполняют уполномоченные финансовые консультанты и листинговые агенты соответственно.

Для допуска к торгам на AIM компания-эмитент должна получить положительное решение Nomad о ее соответствии требованиям биржи. Причем Nomad сопровождает эмитента в течение всего срока его присутствия на торговой площадке. Nomad обязан подтверждать бирже информацию, представленную эмитентом при вступлении на площадку, регулярно контролировать соответствие фактических результатов деятельности компании-эмитента прогнозным. Если Nomad прекращает оказывать услуги эмитенту, то биржа приостанавливает торговлю ценными бумагами компании. Если же эмитент спустя месяц не заключит договор с новым консультантом, то его ценные бумаги изымаются из обращения на AIM. Тот же принцип действует и на RTS START, и на ИРК.

На RTS START уполномоченный финансовый консультант обеспечивает полное и своевременное раскрытие информации об эмитенте в течение всего срока обращения ценных бумаг; представляет бирже аналитический отчет, содержащий информацию о финансово-экономическом состоянии эмитента и факторах риска, краткую характеристику рынка и отрасли, оценку справедливой стоимости ценных бумаг, а также дополнительную информацию по своему усмотрению.

На ИРК ММВБ листинговый агент оказывает услуги по подготовке комплекта документов для допуска ценных бумаг к размещению и обращению на бирже. Также он может выполнять функции уполномоченного

финансового консультанта по обеспечению процесса раскрытия информации эмитентом при поддержании его ценной бумаги в секторе ИРК ММВБ.

Примерная стоимость расходов на услуги посредников – профессиональных участников рынка ценных бумаг представлена в Таблице 2.2.2. (цены на услуги зависят от масштаба компании-эмитента, размера эмиссии и тарифов профессиональных участников).

Таблица 2.2.2. Организационные расходы, $ тыс.[27]

Статьи расходов	**AIM**	**RTS Start**	**ИРК**
Консультанты	200–400 (Nomad)	60–130 (Финансовый консультант)	60–130 (Листинговый агент)
Юридическая поддержка	160–400	40–150	40–150
Аудиторы	100–250	60–150	60–150
Услуги андеррайтера, % от объема привлеченных средств	3–8	2–5	2–5
Вступительный взнос	8,7	до 2,0	до 2,3
Прочие расходы	30–60	20–40	20–40

Английская площадка весьма лояльна в части требований к акциям (количеству ценных бумаг, предлагаемому для размещения), срокам пребывания эмитента в котировальных списках и соблюдению норм корпоративного управления. Однако на AIM относительно строгие требования в отношении раскрытия информации (Таблица 2.2.3.).

Таблица 2.2.3. Необходимые документы и требования к раскрытию информации[28]

Критерии	**AIM**	**RTS Start**	**ИРК**
Документы, необходимые при размещении	Договор с Nomad. Договор с брокером	Договор с уполномоченным финансовым консультантом. Договор с маркет-мейкером.	Договор с уполномоченным финансовым консультантом (листинговым агентом). Договор с

[27] Ромасенко Н., Чернышева Н.С низкого старта к высокой капитализации//Финансовый директор, №7-8 (июль-август) 2008г., http://www.fd.ru/archive_art/32743.html
[28] Там же

		Зарегистрированный проспект эмиссии	маркет-мейкером. Зарегистрированный проспект эмиссии
Раскрытие информации	Nomad должен представить «Документ о вступлении» (Admission document), содержащий: – данные об эмитенте, его активах и обязательствах, сфере деятельности, прибылях и убытках, администрации, менеджменте, этапах развития компании и ее планах; – оценку факторов риска; – сведения о заключенных (блокированных) соглашениях; – сведения о директорах компаний, их привлечении к административной и иной ответственности; –сведения о задолженности компании на сумму более $18 тыс. в отношении любых лиц; – сведения о лицах, владеющих 3% и более акций компании; – сведения о наиболее крупных контрактах и клиентах; – бизнес-план компании	УФК или маркет-мейкер должны предоставить: – аналитический отчет, содержащий информацию о финансово-экономическом состоянии эмитента и факторах риска; – краткую характеристику рынка/отрасли, в которой работает эмитент; – оценку справедливой цены включаемых в сегмент RTS Start ценных бумаг, а также иную дополнительную информацию	Эмитентом должны быть представлены: –инвестиционный меморандум; –календарь корпоративных событий. Документы подписываются уполномоченным финансовым консультантом

Преимущества и недостатки размещения на AIM представлены в Приложении Л.

29 января 2009г. Tokyo Stock Exchange Group (TSE) и London Stock Exchange Group (LSE) опубликовали правила для нового рынка растущих компаний, названного TOKYO AIM. Правила регулируют вопросы, связанные с обращением ценных бумаг и с деятельностью номинированных советников (Nominated Advisers, J-Nomads). TOKYO AIM создан как совместное предприятие TSE и LSE. TOKYO AIM предоставит новые возможности инвесторам по привлечению капитала для растущих компаний Японии и Азии, а также предоставит новые инвестиционные возможности

для японских и иностранных профессиональных участников рынка. Создание TOKYO AIM стало возможным после внесения изменений в японский закон о финансовых инструментах и биржах (Financial Instruments and Exchange Act) в июне 2008 г. Предполагается, что рынок TOKYO AIM будет открыт весной 2009 г.

Далее рассмотрим организацию рынка акций компаний малой и средней капитализации в рамках трех бирж - Borsa Italiana, Euronext и OMX.

На итальянской бирже (Borsa Italiana) существует три сегмента для компаний средней и малой капитализации:

1) сегмент STAR был создан в 2001г. для средних компаний с капитализацией до 1 млрд. евро и соответствующие следующим параметрам:

- высокая степень прозрачности и высокие требования к раскрытию информации;
- высокая ликвидность (минимум 35 % free float);
- корпоративное управление в соответствии с международными стандартами.

По состоянию на 31 октября 2008г. в сегменте было представлено 77 компаний, которые представляют 25 % Borsa Italiana, достигая рыночной капитализации 13 миллиардов евро.

2) сегмент компаний малой капитализации Expandi создан в 2003г. для малых и средних компаний, действующих в традиционных секторах.

3) сегмент Standard включает все компании с капитализацией от 40 миллионов до одного миллиарда евро, и которые в настоящее время не относятся к сегменту STAR. На данный момент там представлено 105 компаний.

А 19 февраля 2009г. вступили в силу изменения к правилам рынка растущих компаний AIM Italia. Основываясь на успешной модели LSE AIM, AIM Italia предоставляет маленьким и предприятиям среднего размера (SMEs) возможность получить доступ к сообществу международных

инвесторов гибким и эффективным способом. Общие требования к рынку AIM Italia[29]:

- регулируется биржей Borsa Italia, не находится под контролем CONSOB, тем самым обеспечивается гибкие условия регулирования;
- отсутствие требования к минимальной капитализации;
-отсутствие требований к минимальному доходу;
-отсутствие требований минимального количества акций в обороте;
- не требуется специальная корпоративная структура;
-обязательное назначение Nomad.

Участниками рынка AIM Italia выступают: компании-эмитенты; консультанты (advisors), в том числе Nomad; инвесторы.

Рынок NYSE Alternext был создан на европейской бирже Euronext 17 мая 2005г. Требования листинга и правила торговли упрощены по сравнению со стандартами на основном рынке. Этот сектор регулирует Euronext через свод правил, применимый к посредникам и листинговым компаниям. За эмитентов отвечает листинговый агент (спонсор) и введены специальные торговые режимы, сочетающие элементы анонимной торговли с участием маркет-мейкеров и переговорных сделок вне книги заявок. Ликвидность рынка поддерживается за счет спецрежимов и профучастников. «На рынке Alternext торгуются 75 компаний с общей капитализацией 4,5 млрд. долл. из 10 секторов экономики (с достаточно равномерным распределением по капитализации). Примерно половина инвесторов - иностранцы (из стран, не входящих в ЕС)»[30].

Рынок NASDAQ OMX First North предъявляет минимальные требования листинга, позиционируется как высокорискованный нерегулируемый рынок, на котором обязательно заключение договора с листинговым агентом (сертифицированным консультантом). Благодаря минимальным требованиям, число компаний в листинге растет быстрыми

[29] http://www.borsaitaliana.it
[30] Гутарева Е. Подходы к организации рынков компаний малой и средней капитализации//Биржевое обозрение № 8(46) 2007, стр. 17, http://www.rcb.ru/bo/2007-08/8605/

темпами, это компании не слишком мелкие, и обороты по ним больше, чем на Alternext, но значительно меньше, чем в сегментах МСК Итальянской биржи. На OMX рынок First North (шведская площадка, функционирующая в Дании, Швеции, Исландии, Финляндии, страны Балтии) был создан в 2006 г., и к концу года на нем уже торговалась 61 компания с общей капитализацией 5,4 млрд. долл. Этот рынок не регулируется европейским законодательством, и, следовательно, риски инвестирования на нем высоки. Сейчас на нем торгуются акции 133 компаний[31].

По данным издания The Wall Street Journal Международный биржевой оператор Nasdaq OMX намерен начать торги на Международной фондовой бирже в Санкт-Петербурге в конце 2009 года. Петербургская биржа будет носить название International Exchange St Petersburg (IXSP) и станет первым проектом западного оператора в России. Таким образом, будет предоставлен доступ к международному капиталу для компаний малого бизнеса[32].

Рынок МСК на Итальянской бирже является более развитым и «старым», но у Euronext, и в особенности у OMX, очень высокие темпы роста рынков МСК.

Остановимся на основных элементах требований рассматриваемых бирж к эмитентам: размер и возраст компании МСК, прозрачность и уровень корпоративного управления, а также роль профессиональных участников.

По размеру капитализации наиболее жесткие требования - в сегментах МСК Итальянской биржи (Приложение М). Биржа компенсирует это наличием сегмента малых (но прибыльных) компаний. Правда, и для этого сегмента предельный объем капитализации - 1 млн. евро, на OMX - такое же требование к компаниям на основном рынке (не МСК), а на рынке First North вообще отсутствуют ограничения по капитализации компании. На рынке Alternext также не ограничивается общий размер капитализации, зато по free-

[31] Гутарева Е. Подходы к организации рынков компаний малой и средней капитализации//Биржевое обозрение № 8(46) 2007, стр. 17, http://www.rcb.ru/bo/2007-08/8605/
[32] http://www.nasdaqomxnordic.com

float ограничение - 2,5 млн. евро. Для остальных рынков МСК free-float ограничен 10-35% капитализации.[33]

На практике более крупные компании обращаются на сегментах МСК Итальянской биржи, даже в сегменте малых компаний Expandi компании крупнее, чем в Alternext. На OMX First North компании примерно такого же размера, как на Alternext. Очевидно, есть определенный лимит "снизу" по размеру компании, ниже которого, вне зависимости от страны, рынка и требований листинга, компании на рынок не выходят.

Ограничения по сроку существования компании, а именно публикации финансовой отчетности есть во всех рассматриваемых сегмента МСК, кроме OMX, - это 2-3 года. Стоит отметить, что в правилах бирж (Borsa Italiana, Euronext) указано, что это требование в некоторых случаях может быть отменено по решению биржи и компенсировано раскрытием дополнительной информации.

Стандарты корпоративного управления на всех рассматриваемых рынках МСК, за исключением сегмента STAR Итальянской биржи, либо такие же, как на основном рынке (сегмент Standard Итальянской биржи), либо не намного проще (Alternext), либо значительно проще (рынки Expandi и First North). В секторе ИРК ММВБ стандарты корпоративного поведения и раскрытия информации мягче, чем для основного рынка.

Как на российском, так и на европейских рынках, от малых и средних по капитализации компаний не требуются представления финансовых отчетов по стандартам МСФО. Требования российского Кодекса корпоративного поведения в целом соответствуют зарубежным стандартам. Полностью отсутствуют требования по соблюдению Кодекса корпоративного поведения в секторе ИРК ММВБ, а также на рынках Alternext, Expandi и First North.

[33] Гутарева Е. Подходы к организации рынков компаний малой и средней капитализации//Биржевое обозрение № 8(46) 2007, стр. 17, http://www.rcb.ru/bo/2007-08/8605/

Если сравнить требования по корпоративному управлению к компаниям в сегменте STAR (единственный сегмент МСК, в котором обязательно соблюдение кодекса корпоративного поведения) с требованиями листинга в списке "А" Фондовой биржи ММВБ, то их перечень примерно одинаков (Приложение Н). Есть, конечно, нюансы. Например, в STAR есть планка по числу независимых директоров: не менее двух независимых директоров при общей численности Совета директоров до 8 человек, не менее трех - при 9-14 директорах, не менее четырех - при более 14 директорах. Также в Италии разделены функции Совета независимых аудиторов (которой отделен от Совета директоров) и Комитета по внутреннему контролю при Совете директоров; в России те же функции выполняет единый орган - Комитет по аудиту при Совете директоров. Далее, в сегменте STAR есть требование жесткой привязки вознаграждения директоров к результатам деятельности компании. И еще один момент: согласно итальянскому Кодексу корпоративного поведения, членам органов управления запрещено совершать сделки с бумагами компании менее чем за 15 дней до утверждения Советом директоров финансовой отчетности.[34]

На рынках STAR, Alternext и First North обязательным требованием для компаний, торгующихся на рынках МСК, является наличие договора с сертифицированным биржей профучастником, организующим листинг и/или размещение. Биржа организатора листинга рассматривает в качестве посредника, контролера и ответчика эмитента. Эмитенты организатора листинга используют в качестве консультанта по вопросам обращения на бирже. За счет того, что организатор выполняет свои функции сразу для нескольких эмитентов, экономятся затраты биржи на организацию общения с эмитентами и контроль за ними.

[34] Гутарева Е. Подходы к организации рынков компаний малой и средней капитализации//Биржевое обозрение № 8(46) 2007, стр. 17, http://www.rcb.ru/bo/2007-08/8605/

Спонсор на рынке STAR в письменном виде дает бирже обязательство[35]:

- предоставлять бирже информацию об эмитенте, которая может быть полезна при принятии решения о листинге, в дополнение к той, которую требует биржа;

- удостовериться, что топ-менеджмент эмитента знает об обязательствах, которые накладывает листинг;

- удостовериться (при помощи аудиторов), что система управленческого контроля в компании-эмитенте позволяет генерировать достоверную и своевременную финансовую отчетность;

- удостовериться (при помощи аудиторов), что финансовые и бизнес-планы компании адекватны.

Спонсор на рынке Alternext выполняет следующие функции[36]:

- ассистирует эмитентам при подготовке к листингу: предоставляет информацию о нормативных требованиях, готовит проспект эмиссии, предоставляет бирже "досье" на эмитента, следит за тем, чтобы не возникло конфликта интересов

- в течение как минимум 2 лет "ведет" компании в листинге: следит за соблюдением требований по раскрытию информации, информирует биржу о нарушениях, выступает в роли контактного лица для биржи по вопросам, касающимся эмитента.

Сертифицированный консультант на First North[37]:

- контролирует подготовку подробного описания компании, необходимого для листинга, на предмет полноты информации и соответствия требованиям биржи;

- обеспечивает соответствие эмитента требованиям листинга, консультирует компанию по ее обязательствам;

---

[35] Гутарева Е. Подходы к организации рынков компаний малой и средней капитализации//Биржевое обозрение № 8(46) 2007, стр. 18, http://www.rcb.ru/bo/2007-08/8605/
[36] Там же
[37] Там же

- докладывает бирже о нарушениях правил листинга, проводит собственное расследование этих нарушений и докладывает о результатах бирже;

- документирует контакты с эмитентом, хранит информацию об эмитенте и обеспечивает ее доступность в течение 3 лет с момента листинга;

- выделяет как минимум одного сотрудника для контактов с биржей.

Функции листингового агента в сегменте ИРК Фондовой биржи ММВБ:

- подготовка комплекта документов, необходимых для подачи эмитентом заявлений о допуске ценных бумаг к размещению и обращению;

- подписание инвестиционного меморандума эмитента и корпоративного календаря эмитента;

- обеспечение процесса раскрытия компанией информации и ее достоверности.

В целом на трех рассматриваемых биржах требования к организаторам листинга жестче и более регламентированы, чем на Фондовой бирже ММВБ. Специальный торговый режим для рынка МСК внедрен только на Euronext, но вот маркет-мейкеры присутствуют также и на рынках STAR и First North.

Маркет-мейкеры на Alternext обязаны[38]:

- выставлять котировки на покупку и продажу по заданному биржей количеству/объему акций (и с заданным спрэдом) выбранных маркет-мейкерами компаний в период с 9:00 до 17:30 по акциям, торгующимся в непрерывном режиме, и в период с 9:00 до 15:30 по акциям, торгующимся в режиме аукциона (а также в остальное время по собственному желанию);

- гарантировать заключение сделок по своим котировкам.

Специалист на рынке STAR обязан:

- выставлять котировки на покупку и продажу со спрэдом не больше установленного биржей лимита;

[38] Гутарева Е. Подходы к организации рынков компаний малой и средней капитализации//Биржевое обозрение № 8(46) 2007, стр. 19, http://www.rcb.ru/bo/2007-08/8605/

- готовить как минимум два аналитических обзора по полугодовой и годовой финансовой отчетности (или по двум квартальным отчетам) компании-эмитента;

- организовывать и посещать как минимум две встречи в год менеджмента эмитента с представителями профессиональных участников рынка.

Маркет-мейкеры на First North обязаны выставлять котировки на покупку и продажу по заданному биржей количеству акций и с заданным спрэдом в течение как минимум 85% времени непрерывных торгов.

Обязательства маркет-мейкера на ФБ ММВБ:

- постоянно (за исключением котировального перерыва - 120-180 минут) подавать заявки на покупку и продажу от своего имени и за свой счет со спрэдом (между покупкой и продажей) не больше заданного и поддерживать совокупный объем поданных заявок в размере не меньше минимально допустимого объема;

- для ряда ценных бумаг может быть установлен суммарный объем сделок, по достижении которого маркет-мейкер вправе поддерживать только односторонние котировки на покупку или продажу ценных бумаг, или же он освобождается от выполнения обязательств.

Обязательства специалиста на ФБ ММВБ: постоянно (за исключением котировального перерыва - 120-180 минут) подавать заявки любого вида (только на покупку или только на продажу) в том числе за счет клиентов со спрэдом (от средневзвешенной цены) не больше заданного и поддерживать совокупный объем поданных заявок в размере не меньше минимально допустимого объема.

Таким образом, функции маркет-мейкеров на ФБ ММВБ сходны с функциями аналогичных профучастников на трех рассматриваемых биржах. Дополнительные функции по IR эмитента присутствуют только в сегменте STAR Итальянской биржи. Что касается специалиста на Фондовой бирже ММВБ, выставляющего односторонние котировки, то профучастник с такими функциями нехарактерен для мировой биржевой практики.

Таким образом, выделим особенности альтернативных рынков:

- упрощенное регулирование и требования к раскрытию информации;
- наличие маркет-мейкеров и листинговых агентов для обеспечения ликвидности и достоверности информации;
- сравнительно низкие издержки выхода на рынок;
- сравнительно большие размеры free float;

Но в тоже время:

- низкая ликвидность акций;
- малое число инвесторов в каждой компании;
- проблемы с достоверностью раскрываемых данных по субъективным и объективным причинам;
- риски инсайдерской торговли;
- сложности с идентификацией владельцев акций;

Выделим основные критерии при выборе площадки:

- обеспечение максимального спроса для инвесторов и брокеров, ликвидность;
- минимальные ограничения со стороны регулирующих органов;
- затраты, связанные с размещением и листингом.

Основные различия это объемы торговли и активность торгов, требования к эмитенту при выходе на биржу, а также механизм торговли и система расчетов.

Динамика показателей мировых альтернативных рынков за 2006-2007 гг. представлена в Приложении О.

Глава 3. Проблемы и перспективы использования инструментов фондового рынка при формировании капитала средними и малыми компаниями

3.1. Проблемы формирования капитала на основе инструментов фондового рынка средними и малыми компаниями

2008 год характеризовался нарастанием финансового кризиса в США и его распространением на другие страны, в том числе на Россию. Неблагоприятные тенденции появились на мировых рынках еще в 2007 году, а максимальное снижение цен на мировых фондовых площадках пришлось на вторую половину 2008 года. За 2008 год зарубежные фондовые индексы потеряли 40–65%. Итоги 2008 г. по мировым рынкам представлены в Приложении П.

Участники российского финансового рынка в начале года столкнулись с дефицитом денежной ликвидности — российские компании и банки практически лишились возможности финансирования на внешних рынках. И все же в первой половине 2008 года в результате благоприятной экономической ситуации и при росте цен на экспортируемые товары российский рынок находился в стадии «затишья». В мае цены акций достигли исторических максимумов. Лишь начиная с июня началось падение цен на нефть, падение курса рубля к бивалютной корзине, появление проблем в банковском секторе.

За год капитализация российского рынка акций упала на 71,8%, составив на 31 декабря 2008 года 375 млрд. долл. Индекс ММВБ за год снизился на 67,20% до 619,53 пунктов; индекс РТС снизился на 72,41% до 631,89 пункта. Курс рубля к бивалютной корзине упал на 17,3%. Чистый

отток капитала, по оценке Банка России, в IV квартале 2008 года составил 130,5 млрд. долл.[39]

В это время ярко проявились ключевые недостатки российского фондового рынка:

- отсутствие долгосрочного инвестора;
- низкое качество структуры оборота финансовых инструментов;
- низкий free float;
- низкая степень капитализации финансовых организаций и концентрации активов в управлении;
- низкое качество управления активами;
- отсутствие комплексной антикризисной политики государства.

Объем инвестиций, привлеченных российскими корпорациями через IPO в 2008 году, сократился более чем в 5 раз (с 17,7 млрд. долл. до 3,3 млрд. долл.) по сравнению с 2007г, а доля России в мировом рынке IPO сократилась с 1,96% в 2007 году до 0,65% в 2008 году. Российские финансовые организации не берутся за размещение акций при объеме размещения менее 50 млн. долл.

Во время кризиса основное внимание государства сосредотачивается на спасении крупных предприятий, сделавших заимствования за рубежом, а малый и средний бизнес отходит на второй план. Если говорить о таком распространенном источнике финансирования деятельности компаний как банковское кредитование, то можно заметить, что за первое полугодие 2008 года рост кредитов малому бизнесу составил 31%, а за второе полугодие этого же года он составил 2%. Одновременно произошло повышение процентной ставки по кредитам, которая на 1 января 2008г. составляла 12%, а сейчас составляет уже более 20%, т.е. процентная ставка за этот период увеличилась в два раза.

В ситуации экономического кризиса все проблемы малого и среднего бизнеса, которые существовали до сих пор, обнажились и стали намного

[39] О результатах деятельности группы ММВБ в 2008г., http://www.micex.ru/file/77347/report2008.pdf

острее. Падение спроса на товары и услуги, ограничение кредитования малого и среднего бизнеса, и как результат - уменьшение прибыли - все это ведет к пересмотру бюджетов организаций в сторону уменьшения расходов.

Мировые эксперты ОЭСР убеждены в том, что те страны, в которых развит диверсифицированный малый бизнес, встретят экономический кризис значительно легче. Это такие страны, где число занятых в малом бизнесе приближается к 70—80% трудоспособного населения. Те страны, где доля малого бизнеса в ВВП не 15—17% (как в России), а 60—70%, и будут впитывать избыточную массу высвобождающихся трудовых ресурсов, будут перестраиваться, стимулировать внутренний спрос и легче преодолеют кризисные трудности[40].

Таким образом, выход на рынок сейчас затруднен как для заемщиков, так и для инвесторов. Между тем, некоторые эксперты все еще рассматривают текущий момент как хорошую возможность для компаний начать подготовку к IPO, поскольку именно в этом случае таким компаниям будет гарантировано первенство к моменту стабилизации на рынках.

Проблемы, с которыми сталкивается компания малого и среднего бизнеса при использовании таких инструментов фондового рынка как вексель, облигации, акции с целью привлечения финансирования схематично представлены на Схеме 3.1.1.

[40] Вуколов Н. Бизнес малый, задачи большие// Новостная служба портала ГУ-ВШЭ 10 февраля 2009

Схема 3.1.1. Проблемы формирования капитала малыми и средними компаниями с использованием инструментов фондового рынка и возможные пути решения

Остановимся подробнее на проблемах, которые возникают у предприятий при выходе на фондовый рынок с целью привлечения долгового или долевого финансирования:

1) Несовершенство законодательства;

2) Проблемы в области налогообложения: уровень процентных ставок, наличие налоговых льгот, сложность налоговой системы;

3) Несовершенство корпоративного управления – защита прав миноритарных акционеров, разрешение конфликтов между крупными

акционерами, финансовая прозрачность и раскрытие информации, наличие независимых директоров. Состояние системы корпоративного управления является важным фактором инвестиционной привлекательности предприятия. В связи с этим необходимо:

- внедрять стандарты корпоративного управления в сферу деятельности малых и средних компаний;
- проводить регулярную работу по обновлению содержания Кодекса корпоративного поведения;
- ускорить переход на введение международных стандартов бухгалтерского учета и отчетности.

4) Длительность подготовки и осуществления эмиссии, а также высокие финансовые издержки. Финансовые издержки включают комиссию андеррайтера, финансового консультанта, биржи и депозитария, расходы на раскрытие информации в печатных изданиях, СМИ, маркетинговые расходы.

5) Ликвидность, недоверие инвесторов к фондовому рынку.

6) Неготовность компании к прозрачности своего бизнеса (раздробленность бизнеса и его непрозрачность, распределение активов, обязательств, денежных потоков между многими компаниями, заниженные размеры собственного капитала, действующие схемы минимизации налогообложения).

7) Недружественные поглощения.

Как это ни печально, но средний и малый бизнес гораздо менее прозрачен, чем крупный. Очень часто в таких компаниях очень запутанная структура владения, присутствуют различные нарушения в ведении документооборота – все это помогает успешным действиям рейдеров, которые могут заинтересоваться активами компании, в то время как в большинстве случаев основной целью собственников и топ-менеджмента является сиюминутная прибыль.

3.2. Основные направления совершенствования процесса формирования капитала средних и малых компаний с использованием инструментов фондового рынка.

В предыдущей главе были обозначены проблемы, с которыми сталкиваются малые и средние предприятия при выходе на фондовый рынок. Предлагаются следующие пути решения сформулированных проблем:

1)В области усовершенствования законодательства

Российское законодательство основано на романо-германской (континентальной) системе права. Законодательная база представлена следующими специальными законами: «О рынке ценных бумаг», «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», «Об акционерных общества», «Об инвестиционных фондах», «Об ипотечных ценных бумагах», и подзаконными и нормативными актами.

Необходимо совершенствование и дополнение российского законодательства за счет внесения изменений в действующие законы в части регулирования залоговых отношений, создания централизованной системы учета ценных бумаг, модернизации корпоративного права. Необходимо повышение эффективности судебной системы.

Необходимость создания Центрального депозитария обсуждается на протяжении ряда лет, но этот вопрос не решен до сих пор.

В последнее время активно идет развитие законодательства в сфере обращения акций. Важными событиями для рынка стали принятие Федеральных законов от 30 декабря 2006 года № 282-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (в части российских депозитарных расписок), от 5 января 2006 года № 7-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации» (в части уточнения порядка приобретения 30 и более процентов акций общества) и от

26 января 2007 года № 5-ФЗ «О внесении изменений в статью 1062 части второй Гражданского кодекса Российской Федерации».

Федеральный закон от 30 декабря 2006 года № 282-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (в части российских депозитарных расписок) ввел новый вид эмиссионной ценной бумаги – российскую депозитарную расписку, удостоверяющую право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного эмитента (представляемых ценных бумаг) и закрепляющую право ее владельца требовать от эмитента российских депозитарных расписок получения взамен российской депозитарной расписки соответствующего количества представляемых ценных бумаг, оказания услуг, связанных с осуществлением владельцем российской депозитарной расписки прав по представляемым ценным бумагам, включая получение выплат, которые причитаются по представляемым ценным бумагам. Законом установлены порядок эмиссии и требования к эмитентам.

Данный закон позволит обеспечить потребности российских инвесторов в части доступа к иностранным рынкам капитала через формирование на территории Российской Федерации рынков российских депозитарных расписок на иностранные ценные бумаги.

Принятие Федерального закона от 5 января 2006 года № 7-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации» было обусловлено необходимостью решения такой острой проблемы, как незаконные «недружественные поглощения» и рейдерские захваты, которые приносили ущерб не только акционерам компаний, но и в целом инвестиционному имиджу России.

Закон направлен на урегулирование гражданских правоотношений, связанных с приобретением крупного пакета акций открытого акционерного общества (поглощение) путем установления порядка приобретения ценных бумаг в ходе поглощения акционерного общества, права и обязанности как

лица, осуществляющего поглощение, так и поглощаемого акционерного общества.

Важнейшим событием начала 2000-х годов стало формирование рынка корпоративных облигаций. В целях удовлетворения потребности российских акционерных обществ в пополнении своих оборотных средств посредством выпуска краткосрочных финансовых инструментов, а с другой стороны – необходимостью расширения спектра финансовых инструментов для инвестирования свободных средств на рынке ценных бумаг Федеральным законом от 27 июля 2006 года № 138-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации» был введен такой вид краткосрочных финансовых инструментов как биржевые облигации. Биржевые облигации не предоставляют их владельцам (держателям) иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости и фиксированного процента от номинальной стоимости в срок не позднее 12 месяцев с даты начала размещения. Для ускорения административных процедур предусмотрена упрощенная процедура эмиссии таких облигаций – без государственной регистрации выпуска и отчета об итогах выпуска облигаций и без регистрации проспекта облигаций.

В целях защиты прав и законных интересов инвесторов выпускать биржевые облигации смогут только публичные компании – российские открытые акционерные общества, акции которых прошли процедуру листинга на фондовой бирже, и в силу этого отвечающие требованиям по раскрытию информации о своей финансово-хозяйственной деятельности. Размещение и обращение таких облигаций ограничивается проведением торгов на фондовой бирже.

После принятия закона о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации[41] и манипулированию рынком

[41] Инсайдерская информация - это сведения, которыми обладает определенный круг лиц, связанный непосредственно с компанией X и с оборотом информации внутри компании X, и раскрытие которой может оказать серьезное воздействие на цены финансовых инструментов или товаров.

манипулирование ценами на фондовом рынке станет уголовно наказуемым деянием. Президиум правительства РФ одобрил ужесточение ответственности за нечестную игру на биржах. Проект соответствующего федерального закона предусматривает внесение изменений в Уголовный и Уголовно-процессуальный кодексы, вводящих уголовную ответственность за недобросовестную деятельность на рынке ценных бумаг.

Подготовленные Федеральной службы по финансовым рынкам поправки вводят уголовную ответственность за три группы нарушений:

1. "нарушения порядка учета прав на ценные бумаги и злоупотребление при ведении реестра акционеров";
2. "воспрепятствование правам владельцев ценных бумаг, недопуск к собранию акционеров или ограничение прав акционеров в ходе собрания";
3. "манипулирование ценами на рынке ценных бумаг", в том числе с использованием так называемой инсайдерской информации.

За нарушение в порядке учета прав максимальное нарушение составляет до 6 лет лишения свободы, за воспрепятствование осуществлению прав акционеров - до 5 лет, за манипулирование ценами - до 7 лет тюрьмы.

Но доказать факт манипулирования ценами и использования инсайдерской информации на рынке ценных бумаг чрезвычайно сложно. Эти сведения чаще всего передаются устно.

Также неясно, как именно будут трактоваться понятия "инсайдерская информация" и "инсайдер", ведь законодательно они до сих пор нигде не прописаны, хотя и наказание уже существует.

С 12 апреля 2009 года вступил в силу Федеральный закон № 9-ФЗ от 09.02.2009 «О внесении изменений в Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях в части усиления административной ответственности за нарушение законодательства Российской Федерации об акционерных обществах, об обществах с ограниченной ответственностью, о рынке ценных бумаг и об инвестиционных фондах и Федеральный закон «О

рынке ценных бумаг» в части уточнения определения и конкретизации признаков манипулирования ценами на рынке ценных бумаг».

Значительно расширены виды правонарушений, по которым ранее не предусматривалась административная ответственность. Среди новых составов:

- нарушение требований законодательства РФ о хранении документов;
- непредставление (нераскрытие) владельцами ценных бумаг, а также аффилированными лицами акционерных обществ информации, предусмотренной законодательством;
- нарушение требований законодательства при подготовке и проведении общих собраний акционеров, участников обществ с ограниченной ответственностью и владельцев паев закрытых паевых инвестиционных фондов;
- незаконные выдача и обращение документов, удостоверяющих денежные и иные обязательства;
- манипулирование ценами на рынке ценных бумаг и др.

Увеличился размер штрафов. Так, если ранее действовавший Кодекс предусматривал для юридических лиц максимальную ответственность в сумме до 50 000 руб., то новый – в сумме до 1 млн. руб. В среднем штрафы вырастут в 10-20 раз.

К нововведениям также относятся: возможность применения дисквалификации к должностным лицам, увеличение срока давности привлечения к административной ответственности до 1 года, возможность привлечения к административной ответственности виновных членов совета директоров и членов иных органов юридического лица, и многое другое.

Несмотря на значительные положительные изменения нормативно-правового регулирования в сфере финансовых рынков, необходимы дальнейшие шаги по развитию финансовой инфраструктуры российской экономики:

1) обеспечение существенного снижения на финансовом рынке транзакционных издержек. Необходимо создать учетно-расчетную систему, в которой бы сделки осуществлялись на биржевых площадках путем частичного предварительного депонирования с гарантией их исполнения, расчеты по ценным бумагам выполнялись центральным депозитарием, а денежные расчеты – на основе развитой системы клиринга. Создание самостоятельной клиринговой системы приведет к повышению прозрачности сделок на российских биржевых площадках.

2) создание центрального депозитария для повышения надежности учета прав собственности на ценные бумаги и создания условий для удешевления и упрощения расчетов по сделкам с ценными бумагами.

Возможность центрального депозитария гарантировать право собственности на ценные бумаги будет обеспечиваться тем, что только ему будет предоставлено право открывать лицевые счета номинального держания в реестрах.

3) создание единой системы пруденциального надзора за рисками профессиональных участников финансового рынка в целях повышения стабильности на финансовом рынке, привлечения инвесторов, в том числе иностранных.

В настоящее время положения о пруденциальном надзоре в отношении участников финансового рынка носят разрозненный характер. Ключевой задачей системы пруденциального надзора на финансовых рынках является прогнозирование и предупреждение рисков как отдельно взятых финансовых организаций, так и системных рисков с целью обеспечения устойчивости и надежности всего рынка в целом.

Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) планирует внести в правительство законопроект о пруденциальном надзоре за профучастниками рынка и компенсационном фонде до 1 июля 2009г.

По словам главы ФСФР В.Д. Миловидова, скорее всего, это будут не самостоятельные законы, а поправки в действующее законодательство. В

частности, поправки, связанные с пруденциальным надзором, будут включать в себя систему предварительного контроля за действенностью финансовых институтов, их рисками и финансовым результатом, что позволит отслеживать систему распределения рисков между финансовыми институтами. Центральный банк осуществляет пруденциальный надзор над банками, при этом за профучастниками, которые не являются банками, такого надзора нет.

2) Проблемы в области налогообложения

Изменения в российской налоговой системе должны касаться как уточнения правил взимания налогов и сборов, так и совершенствования налогового администрирования в целом. Налоговые ставки представлены в Таблице 3.2.1.

Таблица 3.2.1. Налоговые ставки по операциям с ценными бумагами

Ставки налогообложения (2008г.)	
На доход физических лиц	13%, 30% (нерезиденты)
На прирост стоимости ценных бумаг	13%
На дивиденды	9%, 15% (нерезиденты)
На проценты	20%

Специфика налогообложения операций на финансовых рынках обусловлена несколькими факторами. Во-первых, это высокая мобильность финансового капитала, что повышает важность создания максимально привлекательных условий для развития финансового бизнеса. Во-вторых, валовой объем операций финансовых институтов значительно превосходит их прибыль, поэтому налогообложение валовых (а не сальдированных) потоков оказывает крайне отрицательное влияние на рентабельность финансовой деятельности. В-третьих, в большинстве случаев различия в налоговых ставках между разными типами участников рынка неэффективны, поскольку это приводит к непропорциональному развитию тех типов участников рынка, в отношении которых действует наиболее благоприятный налоговый режим.

Кроме того, необходимо ввести стимулирующее налогообложение для российских институциональных инвесторов и их клиентов.

В связи с этим целесообразно внести изменения в налоговое законодательство по следующим направлениям:

1) совершенствование режима налогообложения физических лиц и организаций в части сальдирования прибыли и убытков по операциям с ценными бумагами и финансовыми инструментами срочных сделок;

2) введение освобождения от налогообложения доходов физических лиц от реализации ценных бумаг при условии длительного срока владения этими бумагами;

3) совершенствование режима освобождения от налогообложения налогом на прибыль организаций доходов в виде дивидендов, полученных стратегическими инвесторами, при одновременном включении в законодательство норм, направленных на предотвращение злоупотреблений льготными режимами налогообложения, включая налогообложение прибыли контролируемых иностранных компаний;

4) установление в целях налога на доходы физических лиц порядка переноса убытков, полученных по сделкам с финансовыми инструментами на организованном рынке, на будущие налоговые периоды;

5) совершенствование режима налогообложения при совершении операций займа ценными бумагами;

6) создание благоприятных налоговых режимов для инновационных предприятий: отмена двойного налогообложения инновационных предприятий, налоговые каникулы на время осуществления инновационного проекта, снижение налогооблагаемой базы на сумму расходов на НИОКР.

В Государственную Думу поступил законопроект, направленный на налоговое стимулирование инновационной деятельности. Основное предложение заключается в снижение ставки единого социального налога для научных организаций и инновационных предприятий до 15,5%. Законопроектом также предлагается сократить некоторые ограничения для

организаций, желающих применять упрощенную систему налогообложения (далее УСН), в частности: - повышение верхней границы годового дохода, дающего право на применение УСН для инновационных малых предприятий – до 200 млн. руб.; - снижение ставки налога с 6% до 3% в рамках УСН в случае, если объектом налогообложения являются доходы, и с 15% до 5% в случае, если объектом налогообложения являются доходы, уменьшенные на величину расходов, – для всех инновационных малых предприятий; введение открытого перечня расходов для тех налогоплательщиков, которые используют систему «доходы минус расходы».

В программе «Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра», подготовленной НАУФОР в 2008г., предусмотрены следующие меры в области налогообложения:

- право предприятий малого и среднего бизнеса с 1 июля 2009г. подавать все налоговые документы исключительно по электронной почте;
- нулевой налог на год для стартующего в 2009г. малого и среднего бизнеса. Нулевой налог на год для индивидуальных предпринимателей. Государство тем самым ничего не потеряет, зато обеспечит быстрый рост занятости и деловой активности.

Россия заключила соглашения об избежании двойного налогообложения с 68 странами, однако налоговые ставки для нерезидентов на доход физических лиц по операциям с ценными бумагами и на дивиденды намного выше ставок для резидентов.

3) Усовершенствование в области корпоративного управления

Необходимо сосредоточиться на следующих направлениях:

- введение института акционерных соглашений в российское право;
- принятие пакета законопроектов, направленных на предотвращение условий для корпоративных конфликтов и повышение ответственности директоров и менеджеров компаний;
- совершенствование законодательства о хозяйственных обществах в части структуры и компетенции органов управления;

- совершенствование регулирования аффилированных лиц, а также регулирования крупных сделок и сделок с заинтересованностью;
- введение дифференцированного регулирования для публично торгуемых и непубличных компаний;
- совершенствование регулирования холдинговых структур;
- совершенствование регулирования реорганизации компаний;
- совершенствование нормативной базы по раскрытию информации на рынке ценных бумаг;
- модернизация Кодекса корпоративного поведения. В России в 2002 г. был принят Кодекс корпоративного поведения, в котором были приведены стандарты корпоративного управления, рекомендуемые регулятором для российским компаний.
- Создание единого центра раскрытия корпоративной информации.

4) Длительность подготовки и осуществления эмиссии, а также высокие финансовые издержки

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

- смягчение требований к эмитентам в части регулирования уставного капитала и объявленных акций;
- введение уведомительного порядка регистрации выпуска ценных бумаг и отчетов об итогах выпуска в случае размещения ценных бумаг при участии профессиональных участников – членов саморегулируемых организаций с одновременным повышением ответственности таких профессиональных участников за их действия;
- упрощение процедуры эмиссии при размещении ценных бумаг только среди квалифицированных инвесторов;
- сокращение объема эмиссионных документов, в том числе за счет исключения дублирования данных в различных документах, а также за счет уменьшения состава включаемой в проспект ценных бумаг бухгалтерской и финансовой отчетности;

- уточнение процедур внесения изменений и дополнений в регистрационные документы при эмиссии ценных бумаг;
- введение возможности частичной оплаты акций при их размещении;
- уточнение регулятивных требований к андеррайтерам, включая возможность «технического» приобретения размещаемых ценных бумаг;
- разрешение инвесторам продавать приобретенные при размещении ценные бумаги сразу после их оплаты, до регистрации отчета или направления уведомления об итогах выпуска;
- исключение ограничений на выпуск облигаций для хозяйственных обществ;
- изменение требований к хозяйственным обществам в случае несоответствия уставного капитала стоимости чистых активов;
- расширение возможностей для выпуска биржевых облигаций (предоставить такое право всем эмитентам, чьи ценные бумаги включены в котировальные списки, если они обеспечивают раскрытие информации в требуемом объеме, увеличить максимально допустимый срок их выпуска, создать возможности для включения биржевых облигаций в Ломбардный список Банка России).

В настоящее время упрощенная процедура эмиссии действует в отношении биржевых облигаций, а также облигаций, в размещении которых участвуют брокеры и которые прошли листинг на фондовой бирже. Эмиссия указанных облигаций освобождена от регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) и предусматривает представление в регистрирующий орган уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска). Процедура эмиссии иных облигаций, т.е. облигаций, размещаемых путем закрытой подписки, и облигаций, которые хотя и размещаются путем открытой подписки, но не предназначены для обращения на фондовой бирже, остается недостаточно удобной. Необходимость регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) удлиняет срок эмиссии таких

облигаций, увеличивает риски инвесторов-приобретателей облигаций и усложняет определение доходности облигаций.

С целью снижения финансовых издержек необходимо рассмотреть вопрос о создании специализированных фондов, частично компенсирующих затраты эмитентов на подготовку и проведение IPO в рамках рынка молодых и быстрорастущих компаний.

5) Низкий уровень ликвидности, недоверие инвесторов к фондовому рынку

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.

В текущий момент ФСФР готовит проект приказа, который скорректирует порядок выдачи разрешения российским компаниям о доле акций, которая будет разрешена для размещения за рубежом. При этом размер доли акций, разрешаемой к обращению за рубежом, будет варьироваться исходя из того, в какой котировальный список включена бумага на российских биржах: если это высший список А, то и доля будет максимальной, если вне списков – то доля будет «стремиться к нулю». На сегодняшний день российские компании могут разместить за рубежом до 30% уставного капитала, ранее эта цифра составляла 35%. Также существует ограничение в доле дополнительной эмиссии акций эмитента 70% должно быть размещено на российских площадках и 30% - на зарубежных.

С точки зрения ликвидности и увеличения числа инструментов на российских площадках это решение, конечно, полезно. По мнению руководителя брокерского управления ИФК «МЕТРОПОЛЬ» А. Захарова, данное решение полезно с точки зрения брокера, а не с точки зрения эмитента: «Правильнее было бы заманивать эмитентов не в командно-

приказном порядке, а более рыночными условиями, то есть созданием лучших условий для размещения в России по сравнению с зарубежными площадками»[42].

6) Неготовность компании к прозрачности своего бизнеса

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 МСК желательно заранее приступить к созданию положительной публичной истории, чтобы быть готовым к использованию инструментами фондового рынка в случае необходимости и при благоприятных внешних факторах.

7) Недружественные поглощения

Поскольку выход предприятия на фондовый рынок с помощью эмиссии акций представляет собой продажу части компании инвестору, возникает возможность недружественного поглощения, а также вероятность манипулирования. Поэтому данная проблема может отпугнуть предприятие от использования инструментов фондового рынка в качестве возможных источников формирования капитала.

Когда происходит недружественное поглощение акционерного общества, как правило, прежнее руководство компании уходит в отставку. Поэтому, чтобы воспрепятствовать недружественному поглощению, руководство наряду с прочими средствами может намеренно завышать прибыль компании с целью формирования положительных ожиданий инвесторов и таким образом повышать рыночную стоимость акций, тем самым препятствуя недружественному поглощению.

Способы минимизации рисков незаконного захвата активов[43]:

---

[42] Смородская П. Российских эмитентов загонят на Родину//РБК daily 20.05.2009, http://www.rbcdaily.ru/index3.shtml

- необходимо четко выстраивать управление компанией и надлежащим образом оформлять все решения органов управления (правления, совета директоров, собрания акционеров/участников). Юристы должны регулярно информировать регистрирующие органы (ФНС, которая ведет ЕГРЮЛ, Федеральную регистрационную службу, ведущую ЕГРП) об изменениях в учредительных документах, составе участников, а также надлежаще оформлять первичные права собственности на объекты недвижимости. Следует также регулярно запрашивать выписки из ЕГРЮЛ и ЕГРП.
- уделять внимание хранению различных документов, как учредительных, так и правоустанавливающих, которые подтверждали бы права на акции, активы и т.д. У компании не должны быть много печатей, которые хранятся у разных сотрудников. Лучше делать печать «с защитой», чтобы нельзя было подделать ее.
- необходимо контролировать топ-менеджмент, не допускать злоупотреблений с их стороны. У собственника должны быть рычаги контроля над активами, следует регулярно проводить внутренний аудит, который позволит выявить различные нарушения и злоупотребления.
- диверсификация активов на несколько юридических лиц;
- создание резервного предприятия, с целью выведения активов в случае опасности недружественного поглощения;
- контроль над долговым портфелем.

В случае если рейдеры уже начали атаку на компанию, собственники и топ-менеджмент могут предпринять следующие меры[44]:

1. Создание искусственной кредиторской задолженности и перевод ее на компании, подконтрольные собственникам общества. Способов создания задолженности довольно много. Например, заключение договора со сторонней организацией на выполнение неких реально не оказываемых

---

[43] Чернецкая А. Рейд невозможен без коррупции//Институт проблем предпринимательства, 04.12.2008, http://www.ippnou.ru/article.php?idarticle=005327

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

услуг, выдача векселей и пр. Наличие контролируемой кредиторской задолженности может либо отпугнуть рейдеров, либо позволит собственникам общества в дальнейшем провести «банкротство» силами дружественного кредитора.

2. Реорганизация общества. Вместо одной компании с привлекательными активами перед рейдером оказывается множество более мелких, относительно самостоятельных и защищенных компаний. Это существенно повышает затраты на совершение рейда, и, как следствие, интерес к обществу может снизиться. В рамках реорганизации возможно изменение организационно-правовой формы общества, в частности, ООО и ЗАО в силу установленных законами положений несколько более устойчивы к вторжениям третьих лиц. Еще один способ – изменение места регистрации предприятия, однако данная мера эффективна лишь в случае наличия на новом месте административного ресурса, позволяющего создать препятствия для рейдера. Как один из вариантов реорганизации, точнее, как последний шанс защиты от недружественного поглощения, возможно слияние с конкурирующей по отношению к агрессору компанией или сопоставимой с ним по финансовым ресурсам.

3. Встречная скупка акций захватчика. Несмотря на то, что это может привести к полному прекращению захвата из страха потери рейдером собственного бизнеса, для потенциальной жертвы данный способ трудно осуществим: во-первых, необходимо собрать значительную информацию о рейдере, во-вторых, необходимы свободные средства и время, которых у общества может и не быть.

4. Инициирование судебных процедур в отношении рейдера. Возбуждение обществом или дружественными ему структурами судебных разбирательств против рейдера позволяет распылить силы последнего и может стать весьма эффективным способом противодействия недружественному поглощению.

Наиболее распространенными в современной России способами недружественного поглощения стали[45]:

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

В российской и зарубежной практике существует такое понятие как гринмэйл (greenmail – зеленое письмо, или, «черная метка») – корпоративный шантаж, т.е. злоупотребление правом со стороны акционера для повышения стоимости выкупа принадлежащих ему акций. Гринмэйл и подразумевает такие действия, как, например, корпоративная разведка или понуждение общества к совершению юридически значимых действий. Он используется не только для того, чтобы заставить компанию-цель выкупить ценные бумаги, принадлежащие гринмеэйлеру, но и становится частью юридической схемы, применяемой одной компанией при недружественном поглощении другой. Существует множество схем корпоративного шантажа, приведу одну из них: миноритарный акционер возбуждает иск о нанесении ему убытков действиями мажоритарных акционеров. При этом он требует применить в качестве меры обеспечения иска не только арест акций крупного владельца, но и запрет участвовать ему в работе общих собраний акционеров.

Основная ошибка администрации заключается в том, что контрольный пакет не был консолидирован топ-менеджментом компании. Вторая ошибка – слабый контроль за хранением документов (печати). Третья ошибка – кадровая (возможность инсайда). Для их предотвращения необходимо:

---

[45] Никитин Л.Л., Нуржинский Д.В Стратегия и тактика защиты от недружественного поглощения//Институт проблем предпринимательства, 24.05.2004, http://www.ippnou.ru/article.php?idarticle=000066

- минимизировать число миноритарных акционеров;
- передать реестр независимому реестродержателю;
- жестко контролировать проводки в реестре;
- осуществлять контроль за движением имущества в регистрирующем органе;
- следить за состоянием личных лицевых счетов в реестре;
- привести в соответствии с правовыми нормами приватизацию предприятия.

3.3. Выход на российский специализированный рынок в сектор ИРК ММВБ на примере телеканала О2ТВ

В данном параграфе будет рассмотрен пример размещения акций компании малого бизнеса ОАО «О2ТВ» в секторе ИРК ММВБ. Необходимо отметить, что при выходе на фондовый рынок у компании отсутствовала кредитная история, эмитент ранее не осуществлял эмиссию облигаций. Также компания не была готова к частному размещению, специально для этого был создан холдинг, в который вошли профильные активы компании.

ОАО «О2ТВ» - это холдинг, управляющий телеканалом О2ТВ. Компания основана в 2004г. О2ТВ является развлекательным кабельным телевидением, ориентированным на молодежную аудиторию. Изначально О2ТВ функционировал как специфический музыкальный канал, но затем его наполнение было расширено за счет информационных и развлекательных программ. Вещание осуществляется в 315 городах России, а также в странах СНГ.

Структура холдинга и акционерного капитала до размещения на фондовом рынке представлена в Приложении Р.

В Приложении С приводятся данные о владельцах обыкновенных акций Компании до предложения акций инвесторам, после предложения

акций, принадлежащих Callisto Beauty Services Company LTD и после размещения дополнительной эмиссии акций.

В 2008г. компания Callisto Beauty Services Company Ltd (CBSC), контролируемая топ-менеджерами канала О2ТВ, приняла решение о размещении 25% акций на МММБ. Выручка компании на момент размещения акций за первое полугодие 2008 г. составила 3,116 млн. долл. США. Выручка за 2007г. составила 2, 792 млн. долл.

В июне 2008г. акции ОАО «О2ТВ» появились на RTS Board, стоимость заявок на покупку и продажу составляет 500-550$ за акцию, т.е. спрэд достигает 9,5%.

А с 30 июля начались торги на ММВБ (внесписочные ценные бумаги, сектор ИРК) под тикером ODVA. Финансовым консультантом выступила ООО «ИФК «МЕТРОПОЛЬ».

На продажу было предложено 25 000 обыкновенных именных бездокументарных акций. Структура сделки подразделяется на два этапа:

1) Первоначально 25 000 акций ОАО «О2ТВ» продает инвесторам Callisto Beauty Services Company LTD – «Продавец».

2) Сразу после завершения первого этапа, Продавец Callisto Beauty Services Company LTD – приобретает по закрытой подписке 23 000 обыкновенных выпущенных в обращение акций ОАО «О2ТВ» (дополнительной эмиссии), по цене, равной цене продажи акций инвесторам на первом этапе.

Таким образом, денежные средства от продажи 23 000 обыкновенных акций ОАО «О2ТВ» поступают в акционерный капитал ОАО «О2ТВ», а денежные средства от продажи 2 000 обыкновенных акций ОАО «О2ТВ» поступают в распоряжение продающего акционера.

По структуре выпуска: частное размещение в Российской Федерации и частное размещение институциональным инвесторам за пределами России.

Цена предложения составила $ 400 -$ 450 или 9 392 – 10 566 руб. за акцию. Компания планировала получить примерно 9 млн. долларов США от продажи 23 000 обыкновенных акций нового выпуска.

Главные цели настоящего предложения следующие: увеличить акционерный капитал, создать предпосылки для будущего выхода Компании на открытый рынок, обеспечить рост видимого присутствия Компании на рынке и выход на федеральный рынок телевещания.

Также денежные средства от размещения акций инвесторам будут направлены на погашение текущего финансового долга в размере $4,05 млн.

Структура сделки приведена на Рисунке 3.3.1 и реализуется несколькими последовательными шагами:

1. 25 000 акций ОАО «О2ТВ», находящиеся в собственности CBSC Ltd. поступают на счет ДЕПО, открытый в депозитарии ИФК «МЕТРОПОЛЬ» в соответствии с договором купли-продажи на условии «предпоставки»;

2. На основании договоров купли-продажи акций, заключенных с Инвесторами на условиях «поставка против платежа» (DVP), 25 000 акций ОАО «О2ТВ», находящихся на счете ДЕПО, поступают на счета ДЕПО Инвесторов, открытых в Депозитарии ИФК «МЕТРОПОЛЬ»;

3. Инвесторы зачисляют денежные средства ИФК «МЕТРОПОЛЬ» в счет оплаты поставленных акций;

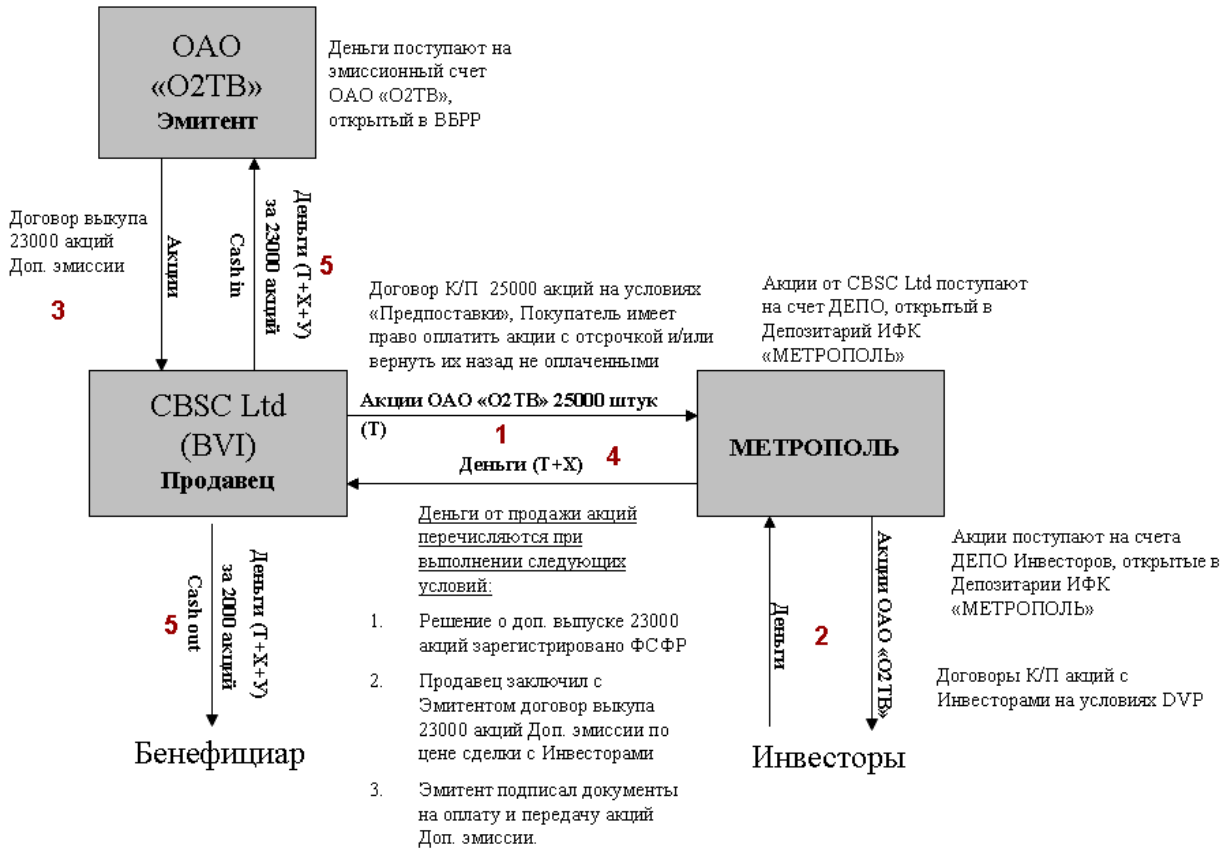
4. ИФК «МЕТРОПОЛЬ» перечисляет деньги от продажи 25 000 акций ОАО «О2ТВ» на счет CBSC Ltd., при выполнении следующих условий: Решение о выпуске дополнительных 23 000 акций ОАО «О2ТВ» зарегистрировано ФСФР; CBSC Ltd. заключил с эмитентом договор выкупа 23 000 акций дополнительной эмиссии по цене, равной цене сделки с Инвесторами; ОАО «О2ТВ» подписал документы на оплату и передачу 23 000 акций дополнительной эмиссии в пользу CBSC Ltd.;

5. В соответствии с договором купли-продажи акций дополнительного выпуска ОАО «О2ТВ», 23 000 эмитента зачисляются на счет CBSC (по цене равной цене сделки с Инвесторами);

6. CBSC Ltd Ltd. в качестве оплаты 23 000 акций дополнительного выпуска переводит денежные средства на счет ОАО «О2ТВ»;

7. CBSC Ltd Ltd. в качестве оплаты 2 000 акций переводит денежные средства на счет конечного Бенифициара.

Рисунок 3.3.1. Структура сделки



Источник: Инвестиционный Меморандум

В сентябре 2008г. телеканал провел сплитирование своих акций в отношении 1:1000. Таким образом, теперь у компании в обращении 100 млн. акций. Сплит использовался как механизм повышения ликвидности ценных бумаг, поскольку снижение стоимости бумаг делает их более доступными и расширяет круг потенциальных инвесторов.

Привлеченные средства компания планирует потратить на развитие сети вещания, увеличение производства контента, запуск новых проектов, а также на рефинансирование текущей задолженности в размере $4,05 млн.

Компания О2ТВ планирует следующее развитие для своих акций[46]:

В данном примере размещения можно выделить следующую проблему – завышенные ожидания акционеров, которые хотели продать часть компании по будущей оценке, т.е. по ожидаемой стоимости, которая сложилась бы в случае удачного размещения акций и вложения полученных средств на развитие компании.

Летом 2008 года текущая справедливая стоимость акций компании по оценке финансового консультанта составляла - 40 млн. долл., а прогнозная на конец 2008 года – 80-100 млн. долл., в случае реализации поставленных целей.

Справедливая стоимость была рассчитана в соответствии с информацией о сделках, проведенных с аналогичными российскими активами:

- Стоимость предприятия (EV) – 50,8млн. долл.
- Долг – 4,2млн. долл.
- Скидка за малый размер – 12-15%.

Основной стратегической целью, которую компания О2ТВ планирует достичь – вхождение в состав федеральной панели измерений TNS Gallup Media (куда входят 19 телеканалов), что позволит ей приобрести новый статус и значительно увеличить доходы.

[46] http://www.o2tv.ru

Для достижения поставленной цели Компания планировала развитие в трех основных направлениях:

1. Измерение национальной аудитории, в том числе включение телеканала О2ТВ в общенациональное исследование компании TNS Gallup Media

2. Увеличение потенциальной аудитории (увеличение технического охвата до 60 млн. человек)

3. Развитие контента:

- Увеличение доли программного контента до 50% эфирного времени (12 часов в день).
- Ротация художественных и анимационных фильмов, объемом до 20% от общего эфирного времени без учета рекламы (около 5 часов в день).

Стратегическими планами развития телеканала О2ТВ по состоянию на март-апрель 2008г. были:

- привлечение в капитал ОАО «О2ТВ» инвестиций в размере 10 млн. долл.;

- осенью 2008г. провести листинг на одной из российских фондовых бирж;

- публичное размещение акций на российском рынке в будущем.

Институциональные инвесторы хотели видеть либо твердые доказательства реализации планов в будущем, либо требовали существенного дисконта от текущей стоимости за риски, что является распространенной практикой. Но акционеры не захотели продавать по такой оценке. По своей инициативе они попытались продать акции, исходя из текущей оценки широкому кругу инвесторов на ММВБ и РТС.

Акции были допущены к торгам в секторе ИРК ММВБ и РТС Board, в дальнейшем проведено сплитирование акций в отношении 1:1000 для расширения круга потенциальных инвесторов, а именно для формирования доступности мелким частным инвесторам. Тем не менее, компании не

удалось привлечь инвестиции в необходимом объеме 10 млн. долл. таким путем.

По мнению специалистов ООО «ИФК «МЕТРОПОЛЬ», компания еще не была готова к публичному размещению акций среди широкого круга инвесторов, всего было привлечено не более 1 млн. долл., после чего компания была вынуждена заложить акции с существенным дисконтом в обеспечение займа, предоставленного ей одной из брокерских компаний.

Перегретый рынок лета 2008 и завышенные ожидания акционеров O2TB не позволили им трезво оценить ситуацию и привлечь необходимые инвестиции в акционерный капитал. Компания и ее акционеры ошибочно пренебрегли предложением фондов прямых инвестиций о продаже акций со скидкой, и в итоге не привлекли необходимые ресурсы.

После наступления кризиса осенью 2008 года на рынке размещений компаний малой и средней капитализации были утрачены рыночные ориентиры при оценке справедливой стоимости компаний. В результате драматического падения рынка, применяемые в оценке мультипликаторы, такие как EV/S, P/S, P/EBITDA, P/E по аналогам публичных компаний указывали на стоимость акций, неприемлемую для акционеров.

Учитывая "скидку за размер" публичный сегмент рынка компаний малой и средней капитализации в России практически прекратил свое существование. Закрытые внебиржевые сделки Private equity заключаются и сейчас, но, по оценкам, порой на порядок меньше, чем были до наступления кризиса. Такие сделки – скорее вынужденная мера для компаний и их акционеров, попавших в сложное финансовое положение. Обесценившиеся активы таких компаний превратили их долговую нагрузку в тяжелое бремя, которое больше не позволяет наращивать долг и вынуждает продавать долю в капитале по символической цене. Тем не менее, будущее у альтернативных площадок для МСК в России есть они будут успешно развиваться после преодоления мирового финансового кризиса.

Заключение

Такие рыночные механизмы финансирования роста компании, как выпуск акций, облигаций, векселей, могут быть использованы на стадии развития компании, т.е. уже в стадии стабильного функционирования и существенного роста бизнеса.

При этом решающими факторами при выборе инструмента фондового рынка являются:

- стратегия развития компании;
- объем привлекаемых ресурсов;
- финансовые затраты на использование выбранного инструмента;
- уровень процентных ставок;
- текущее состояние рынка;
- круг потенциальных инвесторов.

Привлечение долгового финансирования выгоднее при низких процентных ставках. Для размещения акций необходима благоприятная конъюнктура рынка, чтобы у предприятия была возможность разместить акции по более высоким ценам. В текущих условиях войти в рынок сейчас проблематично как со стороны заемщика, так и со стороны инвестора.

Поскольку вексель не является эмиссионной ценной бумагой, он является более простым инструментом в плане организации выпуска, чем облигация. Необходимым условием является положительная динамика деятельности эмитента и/или поручителя за последние 3 года и хороший потенциал дальнейшего роста.

Вексель традиционно используется для финансирования оборотного капитала. Используя такой инструмент, эмитент должен будет предложить инвесторам доходность на 4-5% превышающую доходность векселей крупных векселедателей. Затраты на выпуск, скорее всего, превысят затраты по привлечению банковского кредита на 2-4%. Но если компании удастся заработать положительную кредитную историю, при условии надлежащего

исполнения вексельной программы, в дальнейшем она сможет привлекать средства под более низкие проценты.

В диссертации был рассмотрен пример размещения вексельного займа компанией «Обувь России», решение о котором было принято в 2007г. До этого периода времени компанию можно было отнести к среднему бизнесу. Вексельный заем использовался первоначально для пополнения оборотных средств, далее целью стало позиционирование бренда на вексельном рынке для последующего выхода на облигационный рынок с положительной публичной кредитной историей. Общая сумма привлеченных денежных средств составила 500 млн. руб. Векселя были погашены в установленные сроки. В результате, по итогам 2007г. компании удалось получить выручку выше запланированной, она стала более узнаваема на финансовом рынке, несколько банков-кредиторов пересмотрели условия кредитования в сторону улучшения.

Таким образом, выпуск векселей является подготовительным этапом перед использованием более сложных инструментов (облигаций, акций).

Облигация и акция являются эмиссионными ценными бумагами, поэтому эмитент обязан удовлетворять определенным правовым и экономическим требованиям. Если выпуск векселей является краткосрочным заимствованием (до 1 года), то облигационный заем позволяет привлечь финансовые ресурсы на более длительный срок, поэтому чаще используется для реализации инвестиционных проектов.

Размещение акций позволяет привлечь деньги без обязательств их возвращения, но фактически это является продажей части бизнеса компании.

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 также используется для привлечения

значительных объемов финансирования, но, помимо этого, позволяет создать рыночную капитализацию и публичную историю компании.

Выбор конкретного инструмента привлечения инвестиций и целевого рынка должен осуществляться предприятием в каждом конкретном случае с учетом таких факторов, как: требуемый объем привлечения; срок, на который требуются финансовые ресурсы; рентабельность тех инвестиционных проектов, для финансирования которых привлекаются инвестиции; прогноз курса национальной валюты; возможная доходность выпускаемых долговых инструментов в сопоставлении с теми последствиями (рисками), которые характерны для выпуска акций; наличие ограничений на выпуск акций, связанных с законодательными требованиями, позицией основных групп акционеров, и т.д.

Во второй главе были рассмотрены условия размещения на российских и зарубежных специализированных торговых площадках. Необходимо отметить, что RTS Start и ИРК ММВБ не являются отдельными площадками в отличие от AIM. В диссертации проводится сравнительная характеристика ключевых требований на AIM, RTS Start и ИРК ММВБ. Английская площадка весьма лояльна в части требований к акциям (количеству ценных бумаг, предлагаемому в обращении), срокам пребывания эмитента в котировальных списках и соблюдению норма корпоративного контроля. Однако AIM предъявляет более жесткие требования в отношении раскрытия информации. У европейских бирж, таких как итальянская биржа (Borsa Italiana), европейская биржа Euronext, внебиржевая площадка шведской биржи NASDAQ OMX First North в целом основные критерии листинга совпадают с ФБ ММВБ, в то же время, более жесткие требования европейские биржи предъявляют к организаторам листинга в отношении представления бирже информации об эмитенте.

В третьей главе сгруппированы основные проблемы, с которыми сталкиваются предприятия малого и среднего бизнеса при формировании капитала на основе инструментов фондового рынка, проанализировано

текущее положение и предложены возможные пути совершенствования по указанным направлениям. К основным проблемам относятся:

- несовершенство законодательства;
- проблемы в области налогообложения;
- несовершенство корпоративного управления;
- длительность подготовки и осуществления эмиссии, а также высокие финансовые издержки;
- ликвидность, недоверие инвесторов к фондовому рынку;
- неготовность компании к прозрачности своего бизнеса;
- высокая вероятность недружественных поглощений.

В ближайшем обозримом будущем формирование капитала малыми и средними компаниями на основе инструментов фондового рынка, таких как выпуск векселей, облигаций, эмиссия акций, видится автору бесперспективным, поскольку текущее состояние рынка и разразившийся мировой финансовый кризис пока в разгаре и неизвестно, когда он закончится, когда восстановится доверие инвесторов не только к рынку в целом, но и к такому достаточно рискованному сектору как малый и средний бизнес. Но подготовку следует начинать уже сегодня.

Проведенный в ходе исследования анализ теории и практики формирования капитала компаниями малого и среднего бизнеса с помощью инструментов фондового рынка, а также изучение действующей в стране нормативной базы позволило установить следующее:

- определена роль ценных бумаг как способа формирования капитала МСП, раскрыты преимущества использования выпуска векселей, эмиссии облигаций и акций для формирования капитала предприятий;
- определена и проанализирована зависимость эмиссионной деятельности МСП от особенностей действующего в стране законодательства и экономической ситуации с целью формирования капитала предприятиями посредством выпуска долговых и долевых ценных бумаг;

- обозначены основные требования листинга на российских и зарубежных специализированных торговых площадках для МСП, проведен их сравнительный анализ;

- сформулированы конкретные предложения, способствующие деятельности МСП в качестве эмитентов на рынке ценных бумаг и возможные пути совершенствования этого сегмента российского фондового рынка.

Практическая значимость проведенного исследования заключается в том, что содержащиеся в нем положения и выводы могут быть полезны в процессе совершенствования механизма формирования капитала МСП с помощью выпуска инструментов фондового рынка.

Список используемой литературы

Нормативно-правовые акты:

1) Федеральный закон от 22 апреля 1996г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»// Консультант Плюс
2) Федеральный закон от 5 марта 1999г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» // Консультант Плюс
3) Федеральный закон от 26 декабря 1995г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» // Консультант Плюс
4) Федеральный закон от 24 июля 2007 года № 209-ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации» // Консультант Плюс
5) Постановление Правительства РФ от 22.07.2008 N 556 "О предельных значениях выручки от реализации товаров (работ, услуг) для каждой категории субъектов малого и среднего предпринимательства"// Консультант Плюс
6) Приказ Федеральной службы по финансовым рынка от 25 января 2007 г. N 07-4/пз-н «Об утверждении стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг»// Консультант Плюс

Научные труды:

1) Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2004.
2) Бригхем Юдж., Гапенски Л. Финансовый менеджмент (полный курс): В 2 т. СПб.: Экономическая школа, 2006.
3) Кудряшов В., Эмиссия акций в акционерном обществе: практический аспект, М. 1999, стр. 259
4) Миркин Я.М. Стратегия выхода предприятия на рынок ценных бумаг. – М.:Перспектива, 1995г

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, 2004г.
6) Никонова И.А. Ценные бумаги для бизнеса: Как повысить стоимость компании с помощью IPO, облигационных займов и инвестиционных операций, 2006г.
7) Новиков А.В. Фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций. Н, 2000
8) Рудык Н.Б. Структура капитала корпораций: теория и практика. М.: Дело, 2004.
9) Рубцов Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. – М.: Альпина Букс, 2007
10) Скотт М.К. Факторы стоимости, М: Олимп-Бизнес, 2000
11) Шура П. Первичное размещение акций, М. 2003

Статьи в периодических изданиях:

1) Амосов С. Корпоративные облигации: как организовать эмиссионный синдикат?//Рынок ценных бумаг. – 2002. - №12. - С.39-43
2) Андреев А. IPO на пять с плюсом// Финансы. – 01.03.2007. - №5
3) Гутарева Е. Подходы к организации рынков компаний малой и средней капитализации//Биржевое обозрение № 8(46) 2007
4) Елшин О. Русский AIM: Фондовая альтернатива// Ведомости. 28.05.2008. - №96 (2118)
5) Индисов А. Подготовка инвестиционного предложения// Рынок ценных бумаг. – 1999. - №9. - С.5-9
6) Иванов М. Сравнительный анализ инструментов привлечения инвестиций с рынка долговых обязательств предприятиями малого и среднего бизнеса// РЦБ. – 2007. - № 14 (341)
7) Ивашковская И.В. «Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании» // «Корпоративные финансы», №2/2005.

8) Карташов К. Рост компании требует более тесной работы с финансовыми рынками//Рынок ценных бумаг. – 2002. - №2. - С. 35-37
9) Карякин Д.В., Шовиков С.Н., Килячков А.А. корпоративные облигации как инструмент привлечения инвестиций// Финансы и кредит. – 2000. - №12. – с. 2-10
10) Константинова А.Ю. Источники привлечения внешнего финансирования промышленными предприятиями США и России//Вестник Московского университета. Сер. 6. Экономика. – 1999. – с. 57-63
11) Кузнецов А. Рынок корпоративных облигаций// РЦБ. – 2001. - №4
12) Ладыгин И.В. IPO российских компаний средней капитализации: особенности подготовки// Вестник IPO Конгресса. – 2007. - №1
13) Лялин. Корпоративные облигации: за и против// Рынок ценных бумаг. – 2001. - №1(184). – с.59-62
14) Миркин Я.М. Стратегия выхода предприятия на рынок ценных бумаг. – М.: АФПИ еженедельника «Экономика и жизнь», Московское агентство ценных бумаг, 1997.- С.220
15) Никитин Л.Л., Нуржинский Д.В Стратегия и тактика защиты от недружественного поглощения//Институт проблем предпринимательства, 24.05.2004
16) Ромасенко Н., Чернышева Н.С низкого старта к высокой капитализации//Финансовый директор, №7-8 (июль-август) 2008г
17) Сардовский К. IPO-песочница// Бизнес-журнал. – 18.07.06. - №14
18) Сизов Ю. Вывод предприятий на рынок ценных бумаг// Журнал для акционеров. – 2000. - №11. – С. 26-28
19) Скворцов М. От векселей к IPO — Привлечение финансирования на фондовом рынке//Корпоративный менеджмент. - 28.07.2006
20) Торянников А. Как защититься от недружественного поглощения//Финансовый директор, №5(59) май 2007г.

21) Федоров А., Деришева О. RTS START - стартовая площадка РТС для российских компаний малой и средней капитализации// РЦБ. – 2007. - № 12 (339)
22) Фролова О. Приходите завтра//Российская газета. - Федеральный выпуск. – 15.10.08. - №4772
23) Хестанов Р., Дятликович В., Бурмистров П. Денег нет?: Кто пострадал и кто еще пострадает от нынешнего кризиса //Русский репортер. – 25.09.08-02.10.08. - №36 (66)
24) Храпченко Л. Как правильно структурировать облигационный заем// Индикатор. – 2002. - №4(44). – С.29-31

Интернет источники

1) http://www.akdi.ru
2) http://www.auver.ru
3) http://www.borsaitaliana.it
4) http://bonds.finam.ru
5) http://www.cbonds.ru
6) http://www.cbr.ru
7) http://www.codebts.com
8) http://www.economist.com
9) http://www.fcsm.ru
10) http://www.finam.ru
11) http://www.ft.com
12) http://www.gks.ru
13) http://www.hkex.com
14) http://www.ipocongress.ru
15) http://www.kreditbusiness.ru
16) http://www.micex.ru
17) http://www.minfin.ru
18) http://www.mse.ru

19) http://www.nasdaqomxnordoc.com
20) http://www.naufor.ru
21) http://www.nfa.ru
22) http://www.offerings.ru
23) http://www.opora.ru
24) http://www.partad.ru
25) http://www.pravitelstvo.ru
26) http://www.rbc.ru
27) http://www.rts.ru
28) http://www.worldeconomy.ru
29) http://www.wsj.com

Приложение А

Схема А.1. Факторы, определяющие стоимость компании[47]

[47] Коган Е. Как сказку сделать былью//Журнал «Консультант» - 2007 г. - №13

Приложение Б

Таблица Б.1. Сравнительная характеристика долговых инструментов привлечения средств

Параметр сравнения	Корпоративные облигации	Биржевые облигации	Вексель
Форма выпуска	Документарная (на предъявителя), бездокументарная (именная)	Документарная, на предъявителя с обязательным централизованным хранением	Документарная, ордерная
Регистрация выпуска в государственных органах	Требуется государственная регистрация выпуска, регистрация проспекта в случае открытой подписки и отчета об итогах выпуска	Проспект биржевых облигаций регистрируется биржей. Биржа уведомляет о размещении Федеральную службу по финансовым рынкам	В регистрации не нуждается
Требования к раскрытию информации	Стандарты ФСФР по обязательному раскрытию информации	Стандарты ФСФР по обязательному раскрытию информации	Определяются исходя из обычаев делового оборота
Дополнительное обеспечение	Банковская гарантия, муниципальная гарантия, залог недвижимости, поручительство третьих лиц	Не предусмотрено	Поручительство третьих лиц (аваль)
Налоги и сборы	Пошлина за государственную регистрацию выпуска в размере 0,2% от номинальной стоимости эмиссии, но не более 100тыс. руб.	Не взимаются	Не взимаются

Таблица Б.2. Достоинства и недостатки долговых инструментов привлечения средств

Вид ценной бумаги	Достоинства	Недостатки
Корпоративная облигация	-Ликвидный вторичный рынок -Объективное ценообразование -Информационная прозрачность -Формирование кредитной истории среди широкого круга инвесторов	-Необходимость государственной регистрации -Ограничение на объем эмиссии -Длительный временной лаг между принятием решения о заимствовании и получением денег

	-Контроль раскрытия информации со стороны ФСФР	-Ограничение срока размещения и обращения ценных бумаг -Трудоемкость процедуры заимствования
Биржевая облигация	-Отсутствие государственной регистрации выпуска и отчета об итогах выпуска -Биржевое вторичное обращение -Информационная прозрачность -Контроль раскрытия информации со стороны ФСФР	-Ограничение срока размещения и обращения ценной бумаги -Ограниченный круг потенциальных эмитентов вследствие жестких требований к заемщикам -Относительная сложность процедуры заимствования
Вексель	-Отсутствие необходимости в государственной регистрации -Возможность быстрого привлечения средств -Срок размещения и обращения не ограничен -Простота организации выпуска	-Недостаточная ликвидность вторичного рынка -Формирование кредитной истории среди узкого круга инвесторов -Недостаточная информационная прозрачность

Приложение В

Таблица В.3 - Общая технологическая схема выпуска облигаций[48]

Наименование этапа	**Временные затраты**
I. Внутренняя подготовка эмитента к выпуску облигаций	4-24 недели
II. Выбор андеррайтера, заключение договора, проведение фондовой инвентаризации эмитента	18-19 недель
III. 1.Конструирование облигационного займа андеррайтером/организатором выпуска. Составление и согласование с эмитентом Концепции облигационного займа. 2. Подготовка инвестиционного меморандума. Поиск и предварительные переговоры с потенциальными инвесторами, согласование с ними параметров облигационного займа. 3. Принятие эмитентом решения о размещении облигаций	13-17 недель
IV. 1.Заключение соглашения по размещению облигаций, формирование эмиссионного синдиката[49]. Переговоры с платежным агентом, депозитарием, биржей и реестродержателем. 2. подготовка документов, необходимых для государственной регистрации выпуска облигаций. Уплата налога на операции с ценными бумагами 3. Утверждение уполномоченным органом управления эмитента Решения о выпуске облигаций и Проспекта облигаций.	13-14 недель
V. 1.Государственная регистрация выпуска облигаций и Проспекта эмиссии 2.Изготовление бланков сертификатов облигаций (при необходимости) 3.Маркетинговая кампания по продвижению облигаций на рынок Роуд-шоу – встречи топ-менеджмента эмитента с инвесторами 4.Заключение договоров с инвесторами, заключение сделок купли-продажи облигаций в ходе первичного размещения 5. Подготовка Отчета об итогах выпуска облигаций и утверждение его уполномоченным органом управления эмитента	5-12 недель
VI. Государственная регистрация Отчета об итогах выпуска облигаций	1-2 недели
VII. Организация допуска к обращению или листинга облигаций на фондовой бирже	Начиная от даты листинга

[48] 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, 2004г

[49] Эмиссионный синдикат – временное объединение профессиональных участников (андеррайтеров, брокеров) для определения размеров и условий участия каждого их участников синдиката в размещении выпуска ценных бумаг; для согласованного в интересах эмитента осуществления прав и обязанностей, вытекающих из участия в эмиссионном синдикате. Создается на время подготовки и размещения ценных бумаг.

Приложение Г

Таблица Г.4 - Достоинства и недостатки корпоративных облигаций (по критерию формы фиксации прав на облигации)[50]

Форма облигаций	**Достоинства**	**Недостатки**
Именная бездокументарная	– эмитент не несет расходы по изготовлению бланков ценных бумаг; – упрощается процедура купли-продажи ценных бумаг (нет необходимости в физическом перемещении ценных бумаг и проверке подлинности сертификатов); – контроль эмитента за сделками, совершаемыми с облигациями	– при размещении облигаций на бирже необходимо дополнительно к договору с регистратором заключать договор с уполномоченным биржей депозитарием
Предъявительская документарная (без обязательного централизованного хранения)	– не требуется обращаться к услугам регистратора или депозитария для учета прав на ценные бумаги (следовательно, отпадает необходимость нести дополнительные расходы); – минимизация документооборота при осуществлении сделок с облигациями (часто только простая передача сертификата облигации)	– необходимо печатать большое количество бланков облигаций – необходимо определять подлинность каждой облигации – эмитент не контролирует сделки с облигациями
Предъявительская документарная (с обязательным централизованным хранением)	– не требуется обращаться к услугам регистратора для учета прав на ценные бумаги (следовательно, отпадает необходимость нести дополнительные расходы); – печатается только один сертификат, который удостоверяет права на весь выпуск облигаций; – нет необходимости проверять подлинность облигаций, так как единственный сертификат не выдается на руки владельцам облигаций, а права на ценные бумаги удостоверяются записями по счетам депо	– необходимо обязательно прибегать к услугам депозитария для хранения сертификата облигаций и учета прав владельцев облигаций

[50] 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, 2004г.

Приложение Д

Таблица Д.5 - Требования для включения эмитента в котировальные листы РТС[51]

Требования	А1	А2	Б	В	И
Заявитель	Эмитент				Эмитент + УФК
Срок нахождения акций в котировальном списке при условии соответствия предъявляемым к акциям и эмитенту требованиям (с даты включения)	Нет ограничений	Нет ограничений	Нет ограничений	Не более 6 мес.	Не более 5 лет
Max доля обыкновенных акций, находящихся во владении одного лица и его аффилированных лиц (для включения в котировальный список обыкновенных акций)	75%	75%	90%	Кол-во размещаемых (предлагаемых к обращению) акций не менее 10%	
Min ежемесячный объем сделок, рассчитанный по итогам последних 3 месяцев (для включения в котировальный список)	25 млн. руб.	2,5 млн. руб.	1,5 млн. руб.	-	-
Отсутствие убытков по итогам двух лет из последних трех лет	Требуется	Требуется	-	Требуется	-
Капитализация обыкновенных акций привилегированных акций	10 млрд.руб 3 млрд.руб	3млрд.руб. 1 млрд.руб.	1,5 млрд.руб. 0,5 млрд.руб	- -	(по оценке УФК) 60 млн. руб. 25 млн. руб.
Наличие годовой финансовой отчетности по стандартам IAS или US GAAP вместе с аудиторским заключением в отношении указанной отчетности на русском языке	Требуется	Требуется	-	-	-
Min срок существования эмитента (в случае реорганизации юр. лица, срок существования	3 года	3 года	1 год	3 года	-

[51] http://www.rts.ru

учитывает срок деятельности юр. лица, в результате реорганизации кот. был создан эмитент – только для А1, А2, Б)					
Обязательство по представлению списка аффилированных лиц и его регулярному обновлению	Требуется	Требуется	Требуется	Требуется	Требуется
Соблюдение эмитентом норм корпоративного поведения, предусмотренных Правилами листинга для соответствующего котировального списка	На момент подачи заявления	На момент подачи заявления или обязательство о соблюдении по истечении 1 года со дня включения ценных бумаг в котировальный список		На момент подачи заявления	

Дополнительные условия для включения акций в котировальный список “В”, а также акций в котировальный список “И”

1. Акции эмитента впервые размещаются путем открытой подписки, услуги по размещению ценных бумаг при которой оказываются брокером, либо впервые предлагаются к публичному обращению через фондовую биржу или с привлечением брокера для совершения в связи с таким предложением сделок, направленных на отчуждение акций.
2. Эмитент принял обязательства по предоставлению фондовой бирже копии уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) этих ценных бумаг не позднее, чем на следующий день с момента представления такого уведомления в ФСФР России.
3. Эмитент заключил с РТС и участником (участниками) торгов Договор (договоры) о выполнении им (ими) в течение:
   - всего срока нахождения акций в данном котировальном списке обязательств маркет-мейкера в отношении включаемых акций (для Котировального списка «В»).
   - не менее 3 месяцев со дня начала торгов этими ценными бумагами (для Котировального списка «И»).

Также для включения акций в котировальный список “И”:

4. Эмитент заключил договор с УФК, в котором на последнего возлагается обязанность по контролю за раскрытием информации эмитентом и по подтверждению достоверности и полноты всей информации, содержащейся в ежеквартальных отчетах эмитента, за исключением части, подтверждаемой аудитором и (или) оценщиком, в течение всего срока нахождения акций в данном Котировальном списке.
5. Эмитент принял обязательство предоставлять УФК и РТС:
   a. любой финансовой и иной информации о своей хозяйственной деятельности, способной повлиять на цену акций.
   b. информации о корпоративных событиях (общих собраниях акционеров, собраниях советов директоров) и их результатах в срок не позднее одного дня с даты составления соответствующего протокола.
6. УФК должен подписывать:

a. проспект ценных бумаг - в случае размещения дополнительного выпуска акций.
b. последний ежеквартальный отчет эмитента ценных бумаг - в случае допуска к торгам акций, отчет об итогах выпуска которых зарегистрирован (в Федеральный орган направлено уведомление об итогах выпуска).

Приложение Е

Таблица Е.6- Требования для включения эмитента в котировальные листы ФБ ММВБ[52]

Акции		Котировальный список				
		А 1	**А 2**	**Б**	**В**	**И**
Доля обыкновенных акций во владении одного лица и его аффилированных лиц (max)		75%	75%	90%	-	-
Капитализация акций, руб. (min)	обыкновенные	10 млрд.	3 млрд.	1,5 млрд.	-	60 млн.
	привилегированные	3 млрд.	1 млрд.	500 млн.	-	25 млн.
Срок существования эмитента (min)		3 года	3 года	1 год	3 года	-
Безубыточность баланса эмитента		2 года из последних 3х лет	2 года из последних 3х лет	-	2 года из последних 3х лет	-
Минимальный ежемесячный объем сделок за последние 3 месяца для включения акций в котировальный список, руб.		25 млн.	2,5 млн.	1,5 млн.	-	-
Минимальный среднемесячный объем сделок для поддержания акций в котировальном списке, руб.		50 млн.	5 млн.	3 млн.	-	1 млн.
Соблюдение Кодекса корпоративного поведения		Формализованные требования по соблюдению Кодекса при наличии подтверждающих документов				
Финансовая отчетность		МСФО / US GAAP	МСФО / US GAAP	-	-	-
Максимальный срок существования бумаг в списке		-	-	-	1 год	5 лет
Минимальный пакет размещаемых акций, % от общего количества обыкновенных акций эмитента		-	-	-	10%	10%
Наличие договора с маркет-мейкером		-	-	-	на весь срок	min – 3 мес.

[52] http://www.micex.ru

Таблица Е.7 - Требования Правил листинга ФБ ММВБ к корпоративному поведению

	Акции		
	А1, А2	**Б, В**	**И**
Совет независимых директоров	3 директора	1 директор	1 директор
Комитет по аудиту	+	+	-
Комитет по кадрам и вознаграждениям	+	-	-
Коллегиальный исполнительный орган	+	-	-
Наличие обязанности членов совета директоров, членов комитетов, исполнительных органов раскрывать информацию о владении и сделках с ценными бумагами эмитента	+	+	+
Утвержден внутренний документ, определяющий правила и требования по раскрытию информации	+	-	-
Утвержден документ об использовании внутренней существенной информации	+	+	+
Отдел внутреннего контроля	+	+	-
Срок сообщения о проведении годового собрания предусмотрен в Уставе	+	+	+

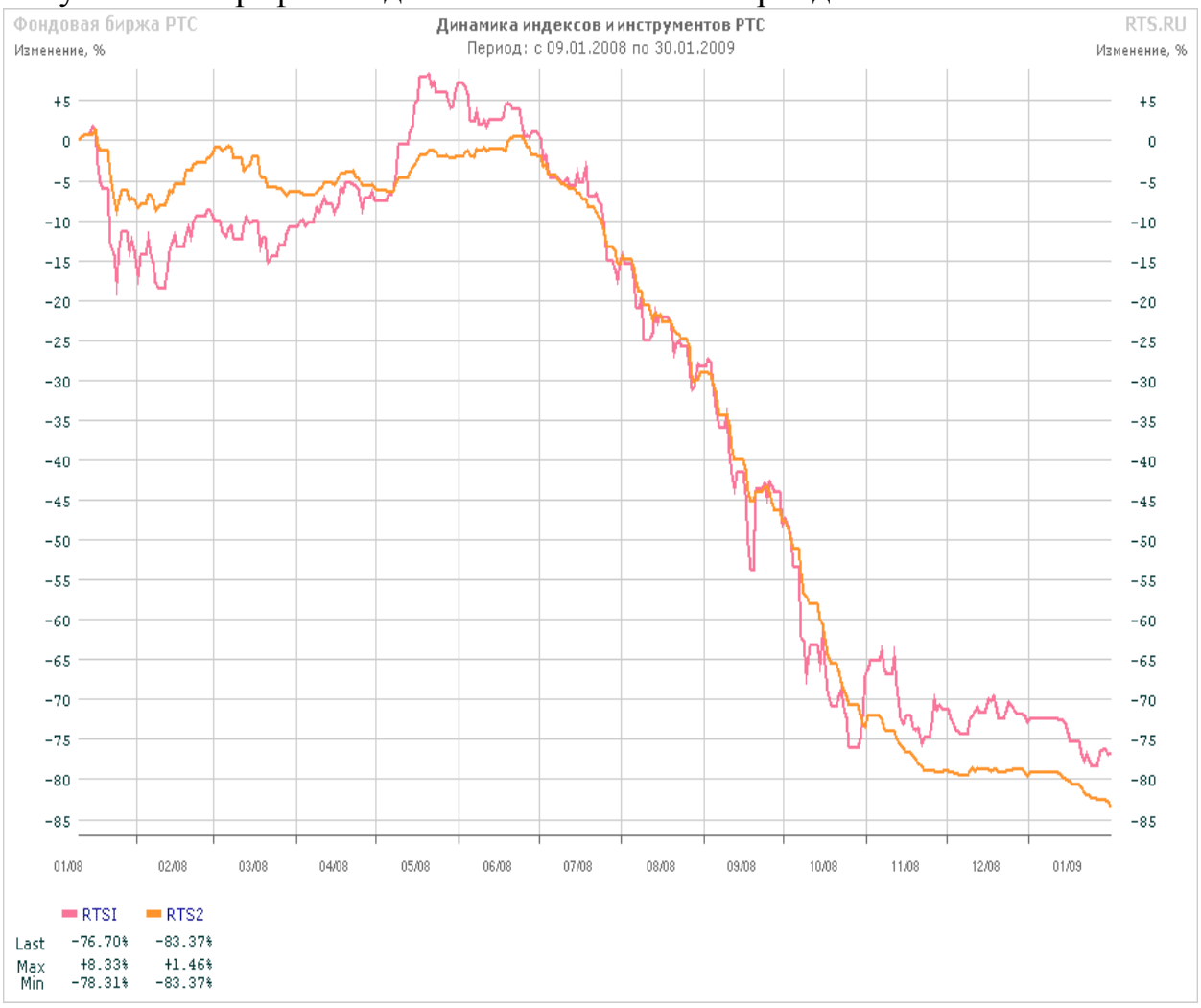
Приложение Ж

Таблица Ж.8 - Изменения индексов РТС

Индекс	2008г.	2007г.	Изменение, %		
			за год	за 3 года	за 5 лет
Индекс РТС	631,89	2 290,51	-72,40%	-43,90%	11,40%
Индекс РТС-2	548,2	2 629,56	-79,20%	-57,60%	-3,40%
Индекс РТС - Нефть и Газ	96,18	286,94	-66,50%	-49,00%	-14,50%
Индекс РТС - Потребительские товары и розничная торговля	72,98	369,5	-80,20%	-61,40%	--
Индекс РТС - Металлы и добыча	88,9	360,19	-75,30%	-42,20%	55,00%
Индекс РТС - Промышленность	60,15	407,05	-85,20%	-57,30%	-36,00%
Индекс РТС - Электроэнергетика	87,69	466,78	-81,20%	-46,60%	--
Индекс РТС - Телекоммуникации	85,82	324,35	-73,50%	-38,60%	-13,20%
Индекс РТС - Финансы	164,54	792,06	-79,20%	-39,00%	--

Приложение З

Рисунок З.1 - График Индекса РТС и РТС-2 за период с 01.01.08 по 01.03.09[53]



Приложение И

[53]http:// www.rts.ru

Таблица И.9 - Хронология ОАО «АРМАДА» в ОАО «РТС» и ЗАО «ФБ ММВБ»

Событие		**Дата события**
1	Допуск акций основного выпуска к торгам в процессе обращения в Котировальном списке «И» в РТС и допуск к торгам на ММВБ	24.05.2007г.
2	Размещение акций дополнительного выпуска на торгах ОАО «РТС» (IPO)	31.07.2007г.
3	Включение акций основного и дополнительного выпусков в Сегмент RTS START	31.07.2007г.
4	Допуск акций дополнительного выпуска к торгам в процессе обращения в Котировальном списке «И»	16.08.2007г.
5	Допуск акций к торгам в процессе обращения в котировальном списке «И» на секторе ИРК ММВБ	27.07.2007г.
6	Допуск акций к торгам в процессе обращения в котировальном списке «Б» на секторе ИРК ММВБ	21.11.2007
7	Перевод акций основного и дополнительного выпусков в Котировальный список «Б» в РТС	22.11.2007г.
8	Исключение акций основного и дополнительного выпусков из Сегмента RTS START	09.01.2008г.
9	Исключение акций основного и дополнительного выпусков из Котировального списка «Б» и включение в раздел Списка «Ценные бумаги, допущенные к торгам без прохождения процедуры листинга» в РТС	05.02.2009г.
10	Исключение акций основного и дополнительного выпусков из Котировального списка «Б» и включение в раздел «Перечень внесписочных ценных бумаг» на ММВБ	11.03.2009г.

Приложение К[54]

Рисунок К.2 - Движение индекса Mothers Index

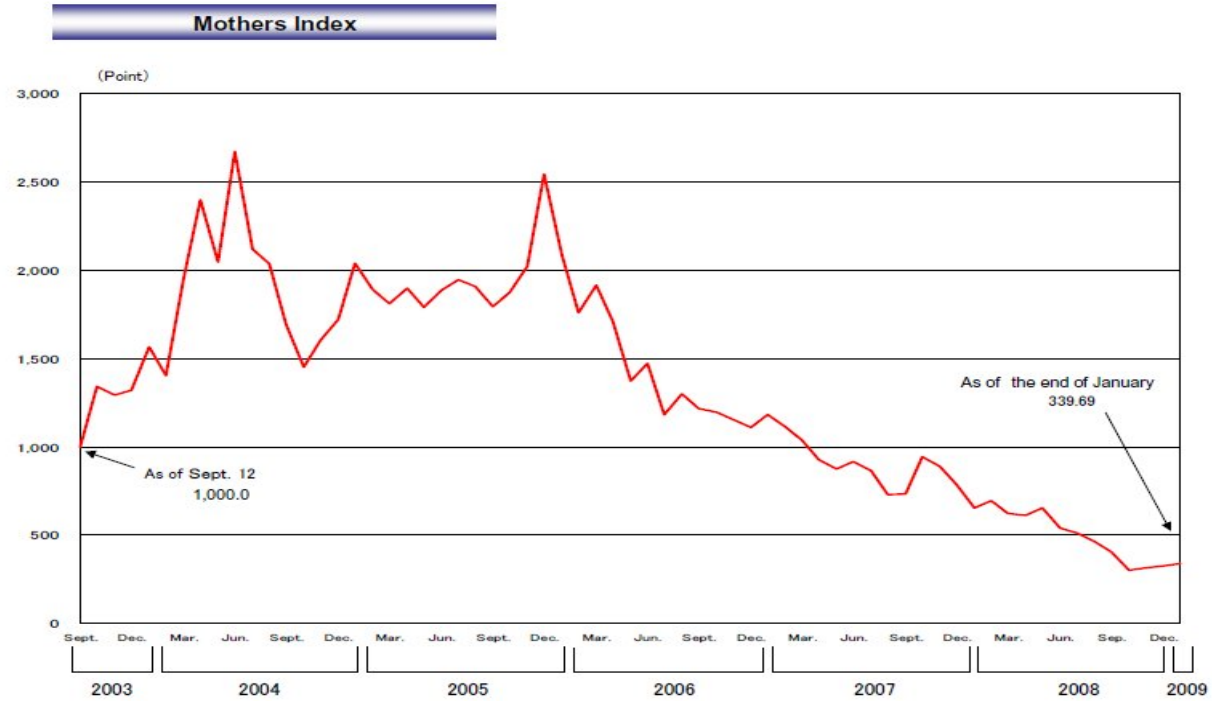
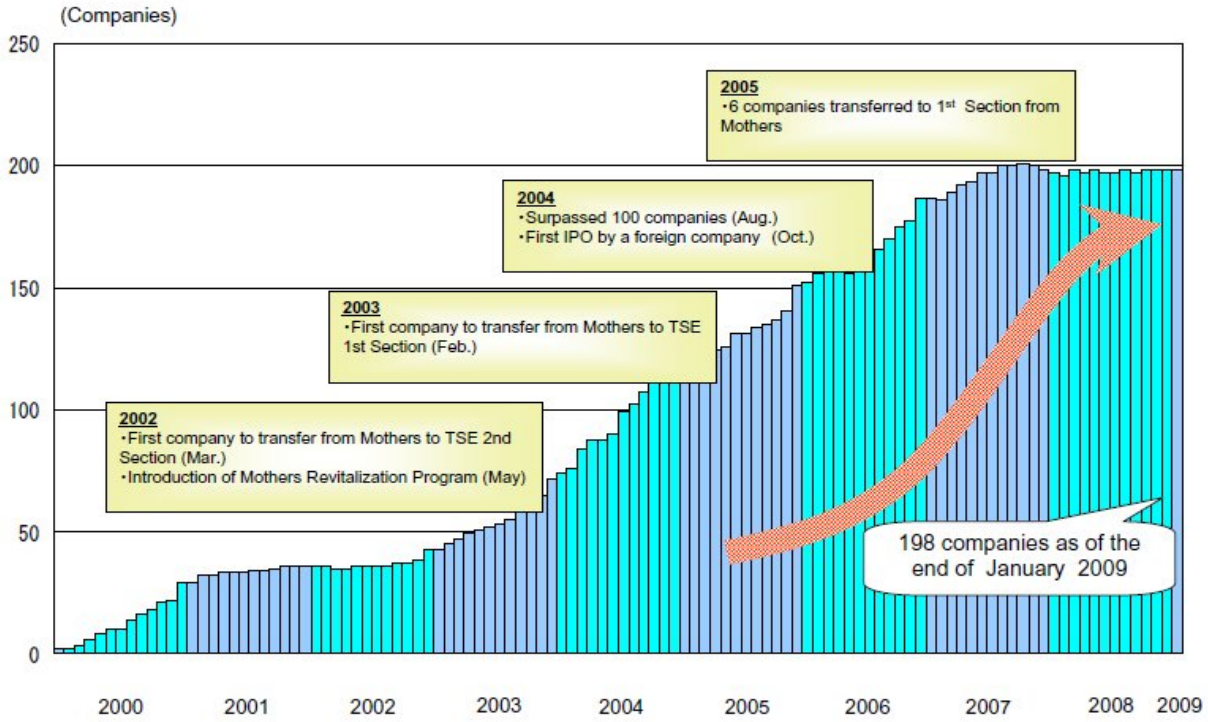


Рисунок К.3 - Количество компаний, прошедших листинг на Mothers



[54] http://www.tse.or.jp

Рисунок К.4 - Объем торговли на Mothers

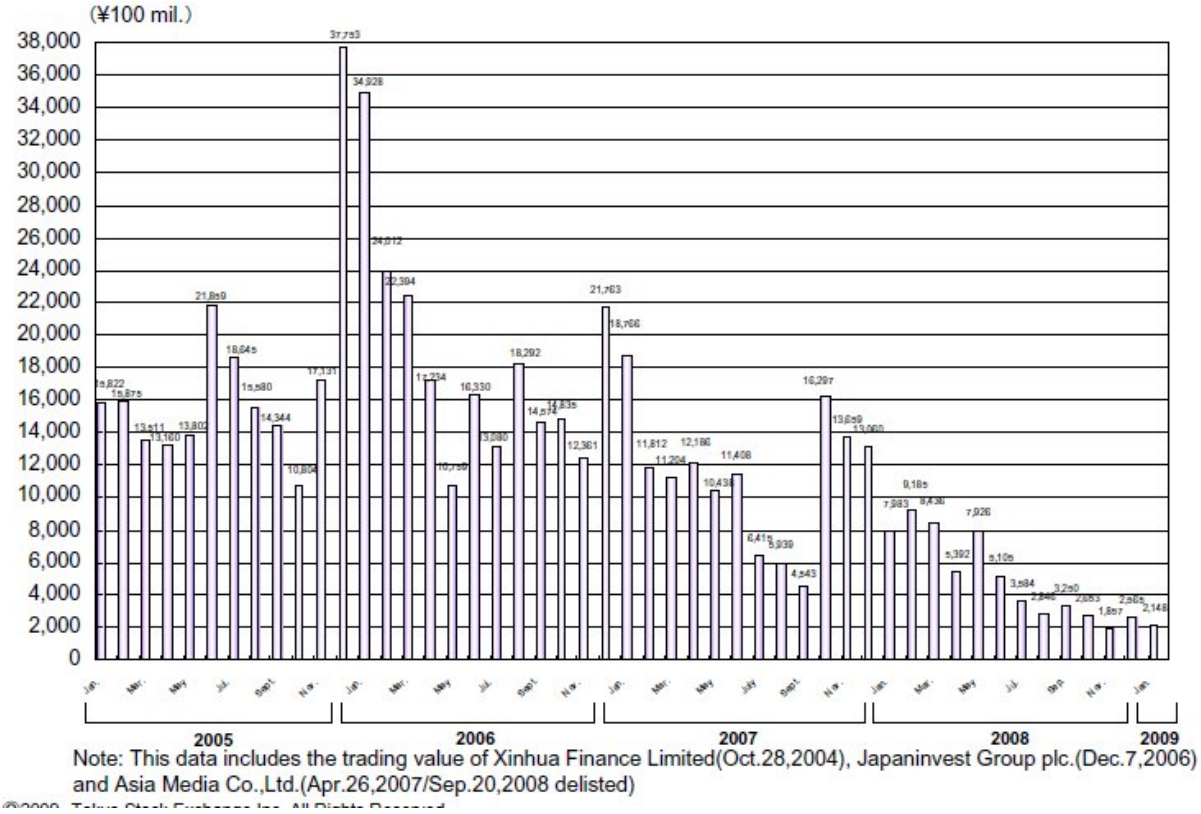
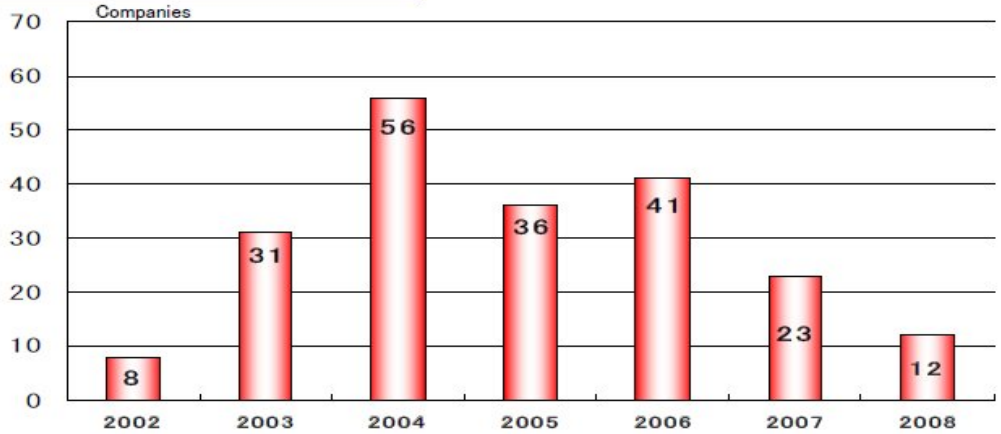


Рисунок К.5 - Количество IPO на Mothers



100 mils. yen

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Total amount of funds raised at the time of IPO	183	767	1,261	1,180	974	542	222
Amount of funds raised per company	22	24	22	32	23	23	18

(Note) 1. Amount of funds raised＝(no. of newly issued shares offered＋ no. of existing shares offered) × offering price
2. No. of existing shares offered in IPO and amount of fund raised include those for over allotments.

Приложение Л

Таблица Л.10 - Преимущества и недостатки размещения на AIM

Преимущества	**Недостатки**
Привлечение средств долгосрочные инвестиции в развитие бизнеса возможность привлечения средств при первоначальной эмиссии и при последующих выпусках ценных бумаг	Подотчетность финансовая отчетность доступна общественности прозрачность деятельности компании критика со стороны общественности результатов работы компании
Привлечение средств долгосрочные инвестиции в развитие бизнеса возможность привлечения средств при первоначальной эмиссии и при последующих выпусках ценных бумаг	Корпоративное управление большая подотчетность и открытость перед внешними акционерами независимый контроль
Общественный статус информация о компании доступна пользователям через пресс-релизы и статьи аналитиков	Издержки расходы по размещению ценных бумаг оплата услуг NOMADa, брокера, прочих консультантов и независимых членов Совета директоров
Эмиссия как способ оплаты при приобретении акций других компаний	
Налоговые льготы (для инвесторов-резидентов UK)	

Приложение М

Таблица М.11 - Различия в требованиях листинга на рынках МСК и других рынках[55]

	Рынок МСК	Другие рынки
Капитализация компании		
Euronext (Alternext)	Нет ограничений	Нет ограничений
Borsa Italiana (STAR)	От 40 млн евро до 1 млрд. евро	
Borsa Italiana (Standard)	От 40 млн евро до 1 млрд. евро	Более 1 млрд. евро
Borsa Italiana (Expandi)	Более 1 млн евро	
OMX (First North)	Нет ограничений	Более 1 млн евро
Минимальный размер «free-float»		
Euronext (Alternext)	При IPO — «free-float» 2,5 млн евро; частное размещение с включением в листинг – акции на 5 млн. евро распределены среди 5 и более акционеров	“Free-float” 5 млн евро
Borsa Italiana (STAR)	35%	25%
Borsa Italiana (Standard)	25%	
Borsa Italiana (Expandi)	10% или 0,75 млн евро	
OMX (First North)	10% или наличие маркет-мейкера	25%
ФБ ММВБ (список «Б»)	у 1 акционера не более 90%	Список «А1» и «А2» - у 1 акционера не более 75%
ФБ ММВБ (список «В»)	Нет ограничений	
ФБ ММВБ (список «И»)	«free-float» - 10%	
ФБ ММВБ (сегмент ИРК)	Нет ограничений	
Прибыльность деятельности		
Euronext (Alternext)	Нет	нет
Borsa Italiana (STAR)	Нет	нет
Borsa Italiana (Standard)	Нет	
Borsa Italiana (Expandi)	да	
OMX (First North)	нет	Да или достаточность финансовых ресурсов
ФБ ММВБ (список «Б»)	нет	Список «А1» и «А2» — да (2 года из последних 3)
ФБ ММВБ (список «В»)	Да (2 года из последних 3)	

[55] Гутарева Е. Подходы к организации рынков компаний малой и средней капитализации//Биржевое обозрение № 8 (46) 2007, http://www.rcb.ru/bo/2007-08/8605/?phrase_id=876

ФБ ММВБ (список «И»)	нет	
ФБ ММВБ (сегмент ИРК)	нет	
Минимальный срок существования (публикации отчетности)		
Euronext (Alternext)	2года	3года
Borsa Italiana (STAR)	3года	3года
Borsa Italiana (Standard)	3года	
Borsa Italiana (Expandi)	2года	
OMX (First North)	Нет ограничений	3года
ФБ ММВБ (список «Б»)	1год	Список «А1» и «А2» - 3 года
ФБ ММВБ (список «В»)	3года	
ФБ ММВБ (список «И»)	Нет ограничений	
ФБ ММВБ (сегмент ИРК)	Нет ограничений	
Публикуемая финансовая отчетность		
Euronext (Alternext)	По нац. стандартам: аудированная годовая, неаудированная полугодовая	По МСФО: аудированная квартальная, полугодовая, годовая
Borsa Italiana (STAR)	На итальян. и англ. яз.: квартальная (в течение 45 дней),по МСФО аудированная годовая	На итальян. и англ. яз. (рекомендуется): квартальная, полугодовая, по МСФО аудированная годовая
Borsa Italiana (Standard)	На итальян. и англ. яз. (рекомендуется): квартальная, полугодовая, по МСФО аудированная годовая	
Borsa Italiana (Expandi)	По МСФО аудированная годовая на итальян. яз.	
ФБ ММВБ (список «Б», «В», «И», сегмент ИРК)	Ежеквартальный отчет эмитента; годовой отчет и финансовая отчетность по РСБУ	Список «А1» и «А2» — ежеквартальный отчет эмитента; годовой аудированный отчет по МСФО
Раскрытие доп. информации		
Euronext (Alternext)	Данные о перекрестном владении акциями (более 50% капитала)	Данные о перекрестном владении акциями (более 5% капитала)
Borsa Italiana (STAR)	Данные о составе Совета директоров, числе независимых директоров; данные о вознаграждении топ-менеджеров; наличие Web-сайта (обязательно, должна раскрываться финотчетность)	Данные о составе Совета директоров (рекомендуется); данные о вознаграждении топ-менеджеров (рекомендуется); наличие Web-сайта (рекомендуется)

Borsa Italiana (Standard)	Данные о составе Совета директоров (рекомендуется); данные о вознаграждении топ-менеджеров (рекомендуется); наличие Web-сайта (рекомендуется)	
Borsa Italiana (Expandi)	Нет доп. рекомендаций	
ФБ ММВБ (список «Б» и «В»)	Списки аффилированных лиц; данные о вознаграждении топ-менеджеров	Списки аффилированных лиц; данные о вознаграждении топ-менеджеров
ФБ ММВБ (список «И»)	Списки аффилированных лиц	
ФБ ММВБ (сегмент ИРК)	Инвестиционный меморандум, корпоративный календарь	

Приложение Н

Таблица Н.12 - Сравнение требований по корпоративному управлению к компаниям в листинге ФБ ММВБ и Итальянской биржи[56]

Требования	**Фондовая биржа ММВБ**			**Итальянская биржа**		
	Списки «А»	**Списки «Б» и «В»**	**Список «И»**	**Сегмент STAR**	**Сегменты Standard и Blue chips**	**Сегмент Expandi**
Наличие совета директоров, избираемого кумулятивным голосованием	+	+	+	+	+	+
Наличие в совете директоров независимых директоров	Не менее 3	Не менее 1	Не менее 1	Не менее 2 при общем числе до 8 директоров, не менее 3 при 9—14 директоров, не менее 4 при более 14	Не менее 1, только при общем числе более 7 директоров	-
Наличие в совете директоров комитета по аудиту	+ (состоит из независимых директоров)	+ (во главе с независимым директором)	-	+ (отдельный Совет независимых аудиторов)	рекомендуется	-

[56] Гутарева Е. Подходы к организации рынков компаний малой и средней капитализации//Биржевое обозрение № 8 (46) 2007, http://www.rcb.ru/bo/2007-08/8605/?phrase_id=876

Наличие в совете директоров комитетов	+ (комитеты по кадрам и вознаграждениям, состоят из независимых директоров)	-	-	+ (должен быть 1 или более комитетов, в т. ч. комитета по вознаграждениям, в котором большинство — независимые директора; вознаграждение директоров должно быть. привязано к результатам)	рекомендуется	-
Наличие коллегиального исполнительного органа	+	-	-	+	рекомендуется	-
Наличие во внутренних документах эмитента положения об обязанности членов органов управления раскрывать информацию о владении ценными бумагами эмитента	+ (запрещено совершать сделки, используя служебную информацию)	+ (запрещено совершать сделки, используя служебную информаци)	+ (запрещено совершать сделки, используя служебную информаци)	+ (членам органов управления должно быть запрещено совершать сделки с бумагами эмитента менее чем за 15 дней до утверждения финотчетности)	рекомендуется	-
Раскрытие эмитентом информации о вознаграждениях членам органов управления	+	+	-	+	рекомендуется	-
Наличие утвержденного советом директоров положения об информационной политике	+	-	-	— (должен быть IR-менеджер)	- (рекомендуется IR-менеджер)	-

Наличие утвержденного советом директоров документа по использованию информации, которая не является общедоступной и раскрытие которой может оказать существенное влияние на рыночную стоимость ценных бумаг эмитента	+	+	+	+	-	-
Наличие утвержденного советом директоров документа, определяющего процедуры внутреннего контроля за ФХД эмитента, контроль за соблюдением которых осуществляет отдельное структурное подразделение эмитента, сообщающее о выявленных нарушениях комитету по аудиту	+	+	-	+ (д. б. комитет по внутреннему контролю, в котором большинство — независимые директора; назначен топ-менеджер, контролирующий систему внутреннего контроля; система внутреннего контроля должна ежегодно тестироваться)	рекомендуется	-

Приложение О

Таблица О.13 - Динамика показателей мировых альтернативных рынков

Рынки альтернативных инвестиций в мире по данным за 2006-2007гг, (USD millions)						
Exchange	**Name of the Market**	**Domestic market capitalisation**			**Number of companies with shares traded**	
		2007	**2006**	**% Change 2007/2006**	**2007**	**2006**
Americas						
Buenos Aires SE	*Pyme Board*	6,387302	11,12416	-0,425817	**2**	2
Sao Paulo SE	*Organized OTC market*	26314,27	18877,19	0,39397178	**89**	88
TSX Group	*TSX Venture*	58895,64	47160,78	0,24882674	**2 338**	2244
Asia - Pacific						
Bombay SE	*Indonext*	41831,03	21700,18	0,92768112	**NA**	533
Bursa Malaysia	*Second Board*	4418,113	4140,811	0,06696815	**227**	250
Bursa Malaysia	*Mesdaq Market*	3329,202	3751,247	-0,112508	**124**	128
Hong Kong Exchanges	*Growth Enterprise Market*	20658,3	11428,77	0,80756897	**193**	198
Jasdaq	*NEO*	548,0732	-	-	**3**	-
Korea Exchange	*Kosdaq*	106694,9	77563,09	0,37558817	**1 022**	962
New Zealand Exchange	*New Zealand Alternative Market*	438,6225	394,5212	0,11178441	**29**	29
Osaka SE	*Nippon New Market "Hercules"*	15241,69	20077,48	-0,2408566	**173**	156
Philippine SE	*SME Board*	109,2533	6,560498	15,6532028	**2**	3
Shenzhen SE	*SME Board*	145765,3	25820,3	4,64537485	**202**	102
Singapore Exchange	*SGX Catalist*	7029,844	6414,671	0,09590086	**157**	169
Thailand SE	*Market for Alternative Investment (mai)*	1083,161	597,7613	0,81202949	**48**	42
Tokyo SE Group	*Mothers*	24805,12	32542,52	-0,2377628	**198**	187

Europe - Africa - Middle East						
Athens Exchange	*Atex Medium & Small Capitalization Category*	21644,28	14112,86	0,53365723	**159**	174
Borsa Italiana	*Mercato Expandi*	15704,33	13621,02	0,15294793	**35**	26
Euronext	*Alternext*	8389,094	4531,065	0,85146159	**119**	75
Irish SE	*Irish Enterprise Exchange*	4506,62	3249,484	0,3868724	**30**	23
Istanbul SE	*Second National Market*	1434,786	1127,427	0,27262043	**14**	15
Istanbul SE	*New Economy Market*	100,6568	54,35934	0,85169347	**3**	3
JSE	*Alternative Exchange*	4571,112	1233,817	2,70485306	**75**	37
JSE	*Development Capital Market*	33,63134	29,84059	0,12703337	**7**	9
JSE	*Venture Capital Market*	223,2705	184,7592	0,20844073	**9**	16
London SE	*AIM*	194189,9	177464,1	0,09424896	**1 694**	1634
Mauritius SE	*Development & Enterprise Market*	1090,835	933,0667	0,16908551	**50**	37
OMX Nordic Exchange	*First North*	5122,354	5440,651	-0,0585036	**126**	81
Warsaw SE	*NewConnect*	481,7394	-	-	**24**	-
Wiener Börse	*Second Regulated Market and Third Market*	2340,643	2402,426	-0,0257169	**34**	32

Источник: WFE

Приложение П

Таблица П.14 - Итоги 2008г по мировым рынкам[57]

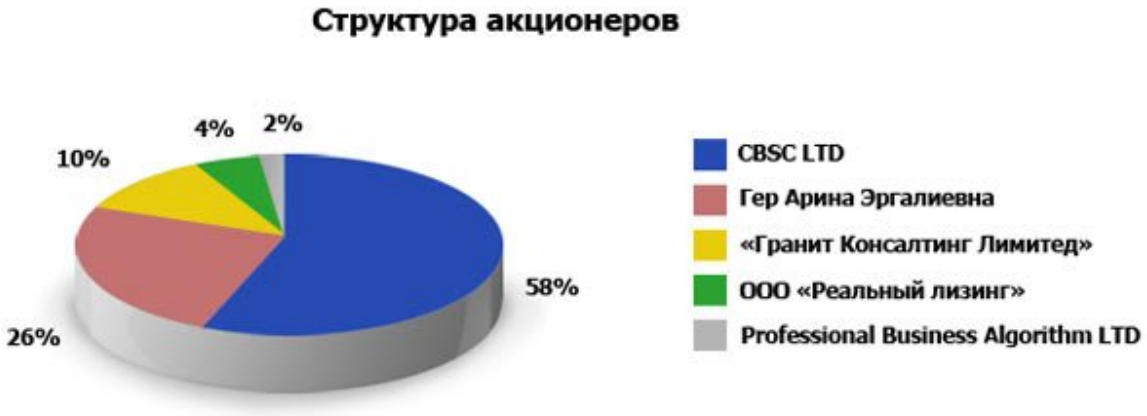
Фондовые рынки мира - итоги 2008 г.							
	Индекс	**Сокр.**	**Страна**	**Значение индекса на конец 2008 года**	**Значение индекса на конец 2007 года**	**Изменение (%)**	**Тип рынка**
1	Russian RTS index	RTSI	Россия	631,89	2 290,51	-72.41	Развивающийся
2	Russian MICEX Index	MICEX	Россия	619,53	1 888,86	-67.20	Развивающийся
3	Greece General Share	ASE	Греция	1 786,51	5 178,83	-65.50	Развивающийся
4	Austria ATX	ATX	Австрия	1 750,83	4 512,98	-61.20	Развитой
5	Peru Lima General	IGRA	Перу	7 048,67	17 524,79	-59.78	Развивающийся
6	Pakistan Karachi 100	KSE	Пакистан	4 400,76	9 961,06	-55.82	Развивающийся
7	Belgium BEL-20	BEL20	Бельгия	1 908,64	4 127,47	-53.76	Развитой
8	Finland Helsinki General	HEX	Финляндия	5 403,52	11 598,42	-53.41	Развитой
9	Hungary BUX	BUX	Венгрия	12 241,69	26 235,63	-53.34	Развивающийся
10	Czech Republic	PX50	Чехия	858,2	1 815,10	-52.72	Развивающийся
11	India BSE 30	BSE	Индия	9 647,31	20 286,99	-52.45	Развивающийся
12	Netherlands AEX General	AEX	Нидерланды	245,94	515,77	-52.32	Развитой
13	Turkey ISE National-100	XU100	Турция	26 864,07	55 538,13	-51.63	Развивающийся
14	Israel TA-100	TA100	Израиль	564,09	1 154,59	-51.14	Развивающийся
15	Argentina MerVal	MERVAL	Аргентина	1 079,66	2 151,73	-49.82	Развивающийся
16	Singapore Straits Times	STI	Сингапур	1 761,56	3 482,30	-49.41	Развитой
17	Philippines PSE Comp	PSE	Филиппины	1 872,85	3 621,60	-48.29	Развивающийся
18	Hong Kong Hang Seng	HSI	Гонконг	14 387,48	27 812,65	-48.27	Развитой
19	Warsaw Stock Exchahge	WIG20	Польша	1 789,73	3 456,05	-48.21	Развивающийся
20	Thailand SET	SET	Таиланд	449,96	858,1	-47.56	Развивающийс
21	Denmark KFX	KFX	Дания	247,72	464,14	-46.63	Развитой
22	Australia All Ordinaries	ASX	Австралия	3 659,30	6 421,00	-43.01	Развитой

[57] РБК.Рейтинг , http://rating.rbc.ru/articles/2009/01/13/32268095_tbl.shtml?2009/01/13/32268061

23	France CAC 40	CAC	Франция	3 217,97	5 614,08	-42.68	Развитой
24	Japan Nikkei 225	NIKKEI	Япония	8 859,60	15 307,78	-42.12	Развитой
25	AMEX Composite	XAX	США	1 397,53	2 409,62	-42.00	Развитой
26	Brazil Bovespa	BUSP	Бразилия	37 550,00	63 886,10	-41.22	Развивающийся
27	NYSE Comp	NYA	США	5 757,05	9 740,32	-40.89	Развитой
28	Sri Lanka All Share	CSE	Шри-Ланка	1 503,02	2 540,99	-40.85	Развивающийся
29	S. Korea Seoul Comp	KS11	Южная Корея	1 124,47	1 897,13	-40.73	Развивающийся
30	Spain Madrid General	IGBM	Испания	975,97	1 642,01	-40.56	Развитой
31	Nasdaq Comp	NASD	США	1 577,03	2 652,28	-40.54	Развитой
32	Germany DAX	DAX	Германия	4 810,20	8 067,32	-40.37	Развитой
33	Malaysia KLSE Comp	KLSE	Малайзия	876,75	1 445,03	-39.33	Развивающийся
34	SnP 500 Index	SPX	США	903,25	1 468,36	-38.49	Развитой
35	SnP 100 Index	OEX	США	431,54	685,65	-37.06	Развитой
36	Canada TSE 300 Comp	TSE	Канада	8 987,70	13 833,06	-35.03	Развитой
37	Switzerland Swiss Mkt	SSMI	Швейцария	5 534,53	8 484,46	-34.77	Развитой
38	Dow Jones 30 Industrials	DJI	США	8 776,39	13 264,82	-33.84	Развитой
39	UK FTSE 100	FTSE	Великобритания	4 434,17	6 456,90	-31.33	Развитой
40	Dow Jones 65 Composite	DJA	США	3 086,07	4 394,05	-29.77	Развитой
41	Johannesburg All Share	JSE	Южная Африка	21 509,20	28 957,97	-25.72	Развивающийся
42	Mexico IPC	IPC	Мексика	22 380,32	29 536,83	-24.23	Развивающийся
43	Chile IPSA	IPSA	Чили	2 376,42	3 051,83	-22.13	Развивающийся
44	Slovakia SAX	SAX	Словакия	359,18	445,65	-19.40	Развивающийся
45	Venezuela IBC	IBC	Венесуэла	35 090,08	37 903,65	-7.42	Развивающийся

Приложение Р

Схема Р.2 - Структура холдинга ОАО «О2ТВ» и акционерного капитала до размещения на фондовом рынке[58]



[58] http://www.o2tv.ru

Приложение С

Таблица С.15 - Данные о владельцах обыкновенных акций ОАО «О2ТВ»[59]

	до продажи акций новым акционерам		**после продажи акций новым акционерам**		**после дополнительной эмиссии акций**	
	кол-во обыкн. акций	**доля в уставном капитале**	**кол-во обыкн. акций**	**доля в уставном капитале**	**кол-во обыкн. акций**	**доля в уставном капитале**
Гер Арина Эргалиевна	26 000	26%	26 000	26%	26 000	21,14%
"Гранит Консалтинг Лимитед"	10 000	10%	10 000	10%	10 000	8,13%
CBSC (Callisto Beauty Services Company LTD)	58 000	58%	33 000	33%	56 000	45,53%
ООО "Реальный лизинг"	4 000	4%	4 000	4%	4 000	3,25%
Professional Business Algoritm Ltd.	2 000	2%	2 000	2%	2 000	1,63%
Новые акционеры			25 000	25%	25 000	20,33%
Итого	100 000	100%	100 000	100%	123 000	100%

«Данная магистерская диссертация выполнена мною самостоятельно»

«___» _____ 200_ г. _____

(подпись автора)

[59] http://www.o2tv.ru