Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего профессионального образования
«ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»

Факультет «Финансы и кредит»

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

_____ Б.Б. Рубцов

«__» _____ _____ года

Выпускная квалификационная работа

Громовой-Тюкаевой Екатерины Сергеевны

на тему:

Финансирование малого и среднего бизнеса с помощью инструментов финансового рынка

Специальность - «Финансы и кредит»

Специализация - «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:

к.э.н., доц. Гусева И.А.

Дипломная работа размещена на сайте www.mirkin.ru 06.09.2011 г.

Москва – 2011 г.

Содержание

Введение 3

Глава 1. Теоретические основы развития малого и среднего бизнеса в России как субъекта экономической деятельности 5

1.1. Роль малого и среднего бизнеса в национальной экономике 5

1.2. Субъекты малого и среднего бизнеса как участники рынка ценных бумаг 11

Глава 2. Организационные основы эмиссионной деятельности компаний малого и среднего бизнеса 22

2.1. Взаимодействие компаний малого и среднего бизнеса с инвестиционными банками 22

2.2. Торговая инфраструктура для компаний малой капитализации: сравнительный анализ российской и зарубежной практики 27

Глава 3 . Проблемы и перспективы формирования рынка ценных бумаг компаний малой капитализации 51

3.1. Совершенствование инфраструктуры фондового рынка с позиций интересов малого и среднего бизнеса 51

3.2. Практика выхода компании малого бизнеса на фондовый рынок на примере ОАО « Фармсинтез» 61

Заключение 75

Список литературы 78

Приложения 85

Введение

Малый и средний бизнес является одним из быстро развивающихся секторов экономики. В малом и среднем бизнесе растет инновационная активность, которая создает практически столько же стоимости, как и крупный бизнес, а именно 44% выручки[1].

Важнейшим вопросом для компаний малого и среднего бизнеса является формирование капитала таких предприятий. При этом необходимо сформировать оптимальную структуру капитала, в зависимости от цели деятельности и стратегии предприятия. Одним из источников привлечения капитала является эмиссия ценных бумаг, которая позволяет привлечь дополнительные средства как на долговой, так и на долевой основе.

Этим определяется актуальность темы дипломной работы.

Целью данной работы является исследование теоретических основ и практических вопросов, связанных с формированием капитала российскими предприятиями малого и среднего бизнеса на основе использования инструментов фондового рынка.

Для достижения цели необходимо решить следующие **задачи:**

- рассмотреть особенности предприятий малого бизнеса в России как субъекта экономической деятельности и как эмитента;
- проанализировать способы финансирования малого бизнеса;
- рассмотреть возможности финансирования за счет выпуска ценных бумаг, преимущества и недостатки такого финансирования;
- охарактеризовать инфраструктуру рынка и основные торговые площадки для ценных бумаг компаний малой капитализации;

---

[1] Юданов А., Делать средний бизнес,//Эксперт, 2008, №10(599), с.32.

- выявить проблемы тенденции развития рынка ценных бумаг компаний малой капитализации.

Объект исследования - предприятия малого и среднего бизнеса.

Предмет исследования - финансирование предприятий малого и среднего бизнеса с использованием инструментов рынка ценных бумаг.

Дипломная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений. В первой главе рассмотрены теоретические основы развития малого бизнеса в России как субъекта экономической деятельности.

Во второй главе рассмотрены организационные основы эмиссионной деятельности компаний малого бизнеса.

В третьей главе проанализированы основные преимущества и проблемы, с которыми сталкиваются компании малого и среднего бизнеса при формировании капитала с использованием инструментов фондового рынка, и предложены пути их решения.

Глав 1. Теоретические основы развития малого и среднего бизнеса в России как субъекта экономической деятельности

1.1. Роль малого и среднего бизнеса в национальной экономике

Малый и средний бизнес в России начал зарождаться в 80-е годы 20–го века. Производственно-хозяйственные объединения и научно-технические центры не рассматривались в то время как отдельные самостоятельные субъекты производства, но, тем не менее, именно их деятельность явилась предпосылкой развития малого бизнеса.[2] В течение 1980-х годов престиж малого и среднего бизнеса начал повышаться в немалой степени благодаря его способности изобретать новые товары и создавать новые рабочие места. В конце 80-х годов 20 века коренные изменения в политической, социально-экономической сфере страны предоставили некоторым предприимчивым людям возможность заниматься предпринимательской деятельностью на легальной основе. Появились первые кооперативы, союзы, объединения, ассоциации предпринимателей, участников кооперативного движения, был учрежден Союз менеджеров СССР.

С того времени и до текущего момента малый и средний бизнес прошел большой путь.

Президент России Д. Медведев, приветствуя участников Десятой Всероссийской конференции представителей малых предприятий в мае 2010 г., подчеркнул значение малого бизнеса в жизни России: «Модернизация отечественной экономики - приоритетная общенациональная задача, в решении которой малый и средний бизнес способен сыграть ключевую роль».[3]

---

[2] http://www.kreditbusiness.ru

[3] http://www.tpprf.ru/ru/Privetstvija/Privetstvija250510/- сайт Торгов-промышленной палаты.

Согласно статистике, число малых предприятий на 1 января 2011 года составило 219,7 тысяч, а число работающих на них - более 6,5 млн. россиян.[4] На 1 января 2011 г. по сравнению с 1 января 2010 г. количество малых предприятий в расчете на 100 тыс. человек населения выросло в 45 регионах. Часть новых предприятий создано благодаря государственным грантам, из которых — 127 600 — за счет Минздравсоцразвития, а 8000 — за счет Минэкономразвития. Первое место по уровню развития малого предпринимательства в 2010 г. заняла Самарская область, на втором месте Ленинградская и Московская область.

Российское малое предпринимательство представляет мощную экономическую и политическую силы. В настоящее время 35—40 млн. человек, включая членов семей, частично или полностью живут на доходы от деятельности в сфере малого предпринимательства. В сфере малого бизнеса производится более 12% валового национального продукта России. Малое предпринимательство активно противостоит росту безработицы, играет важную роль в формировании региональных и местных бюджетов. В сфере малого предпринимательства формируется новый средний класс — основа политики социального партнерства, демократии, становлении гражданского общества.[5]

Малый и средний бизнес имеет важное значение для российской экономики по ряду причин, представленных ниже.

- **Предприятия малого и среднего бизнеса более устойчивы к внешним изменениям.** В период общего экономического спада России в начале 90-х годов именно малый бизнес поддержал российскую экономику и вовремя адаптировался к новым рыночным условиям. Малый бизнес - более гибкий, «живучий».

---

[4] www.allmedia.ru.
[5] http://www.tpprf.ru./ru/main/pages2/syezd/

- **Малый и средний бизнес - один из источников налоговых поступлений.**

  Малый бизнес участвует в формировании бюджетов всех уровней. Помимо непосредственных отчислений в бюджет от доходов компаний, предприятия малого бизнеса, создавая рабочие места и являясь источником доходов населения, помогают сбору налогов непосредственно с физических лиц. Малые предприятия, как правило, исправно и своевременно платят налоги .

- **Малый и средний бизнес способствует развитию инновационных технологий.**

  В мировой практике малый бизнес выполняет важную функцию в развитии инновационной экономики государства, инвестируя средства в наукоемкие высокотехнологичные направления производства. К малому бизнесу России это относится в меньшей степени, однако есть малые предприятия, которые занимаются разработкой новых научно-технических изобретений. Они пользуются поддержкой со стороны государства в виде дотаций, дополнительного субсидирования и т.д. Ориентация малого бизнеса на инновационную деятельность позволит подготовить базис для развития более крупных предприятий и способствует подъему и развитию всей национальной экономики.

- **Социально-экономическая роль малого и среднего бизнеса.**

  Малый бизнес способствует созданию новых рабочих мест, обеспечивает занятость населения, в итоге уменьшается безработица. Относительно небольшая численность персонала предприятий малого бизнеса способствует большему сплочению трудового коллектива по сравнению с крупными предприятиями. Это усиливает трудовую мотивацию и положительно сказывается на результатах деятельности компании. Необходимо отметить тот факт, что предприятия малого бизнеса обеспечивают трудоустройство социально нестабильных слоев

населения, в частности, молодежи, женщин, иммигрантов и т.д. Именно на этих предприятиях они набираются опыта, знаний, добиваются карьерного роста и самореализации.

С целью поддержки малого и среднего бизнеса со стороны государства в России определены приоритетные направления его развития. К таким направлениям относятся:

- производство и переработка сельскохозяйственной продукции;
- производство продовольственных, промышленных товаров, товаров народного потребления;
- производство лекарственных препаратов и медицинской техники;
- оказание производственных, коммунальных и бытовых услуг;
- строительство объектов жилищного, производственного и социального назначения.

Предприятия малого бизнеса могут иметь следующие организационно-правовые формы:

- полное товарищество;
- общество с ограниченной ответственностью (ООО) - одна из наиболее привлекательных форм малого бизнеса;
- акционерные общества (АО);
- производственный кооператив.

Такое многообразие организационно-правовых форм позволяет компаниям малого бизнеса привлекать как долевое, так и долговое финансирование за счет эмиссии ценных бумаг.

Финансирование малого и среднего бизнеса – одна из существенных проблем данного сектора экономики.

Сегодня в России можно выделить четыре основных направления в решении проблем малого и среднего бизнеса:

1) изменение отношения власти к малому и среднему бизнесу;
2) реформирование и упрощение налогообложения;
3) оптимизация процедуры покупки-продажи имущества в сфере малого и среднего бизнеса;
4) стимулирование инвестиций населения в малый и средний бизнес. Это, по некоторым оценкам, заставит «работать» десятки миллиардов долларов, «хранящихся под подушками и матрасами».[6]

Прямая финансовая помощь – один из инструментов государственного содействия развитию малого и среднего бизнеса. Она осуществляется посредством льготного субсидирования малых фирм, предоставления гарантий при получении ими займов из других источников и льготного налогообложения.

Однако созрела необходимость по-новому решать вопросы финансовой поддержки малого и среднего бизнеса, поддержка рыночными методами, и эта работа началась. Все большее количество банков открывает фонды содействия кредитованию малого бизнеса, создан венчурный фонд, выстраивается сеть организаций микрофинансирования, сформированы площадки для торговли ценными бумагами предприятий малого и среднего бизнеса на ведущих фондовых биржах России. Государство всячески способствует улучшению климата вокруг компаний малого бизнеса.

В соответствие с законом «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации»[7], государственная политика в области развития малого и среднего предпринимательства в Российской

---

[6] Т.Смольякова. Бизнес вреден для зворовья//Российская газета- Федеральеый выпуск,2007, №3873,с.5
[7] ФЗ от 24 июля 2007 года №209-фз

Федерации является частью государственной социально-экономической политики.

Создана и развивается инфраструктура поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства. Она включает в себя центры и агентства по развитию предпринимательства, государственные и муниципальные фонды поддержки предпринимательства, фонды содействия кредитованию (гарантийные фонды, фонды поручительств), акционерные инвестиционные фонды и закрытые паевые инвестиционные фонды, привлекающие инвестиции для субъектов малого и среднего предпринимательства, технопарки, научные парки, инновационно-технологические центры, бизнес-инкубаторы, палаты и центры ремесел, центры поддержки субподряда, маркетинговые и учебно-деловые центры, агентства по поддержке экспорта товаров, лизинговые компании, консультационные центры и иные организации.

Поддержка субъектов малого и среднего предпринимательства и организаций включает в себя финансовую, имущественную, информационную, консультационную поддержку, поддержку в области подготовки, переподготовки и повышения квалификации их работников, поддержку в области инноваций и промышленного производства, ремесленничества, поддержку субъектов малого и среднего предпринимательства, осуществляющих внешнеэкономическую деятельность, а также сельскохозяйственную деятельность.

Таким образом, перед предприятиями малого и среднего бизнеса стоит амбициозная цель стать одной из движущих сил в реализации национальных проектов и в решении других задач в интересах развития экономики России.

1.2. Субъекты малого и среднего бизнеса как участники рынка ценных бумаг

Вопрос финансирования любого предприятия является одним из важнейших в бизнесе. Проблемы, возникающие при финансировании корпоративного сектора предприятий малой и средней капитализации, требуют комплексного подхода для их решения, в первую очередь - определение оптимальных источников финансирования с учетом отрасли.

Современный финансовый рынок предлагает разнообразные долговые и долевые инструменты, которые составляют конкуренцию банковским займам.

Рассмотрим субъекты малого и среднего бизнеса с точки зрения их участия на рынке ценных бумаг.

В России функционирует значительное количество компаний, относящихся к бизнесу малой и средней капитализации. Большинство из них созданы в 1990-е годы, представляют собой быстрорастущие холдинги, диверсифицированные по отраслевой принадлежности активов, основанные на использовании в ключевых точках бизнеса современных технологий и работающие как в традиционных отраслях экономики, так и в сфере инноваций.

Многие из них представляют собой конгломераты активов и бизнесов, располагающих точками роста, связанными с высокими технологиями, и нуждаются в реструктуризации для вывода на фондовый рынок.

Эти компании соответствуют – с точки зрения объемов и рисков бизнеса - международным критериям выхода на публичные рынки растущих компаний средней и малой капитализации, однако часто не обладают доступом на публичные рынки капитала, а используют в основном банковские кредиты. На российских фондовых биржах отсутствует массовая группа малых и средних предприятий, которые, будучи информационно

прозрачными, получали бы опыт выхода на открытые финансовые рынки. Только складывается финансовая инфраструктура, которая предназначена для обеспечения бизнеса денежными ресурсами в периоды его быстрого роста при переходе от венчурной стадии к стадии расширения производства и к устойчивому серийному производству.

Сегмент компаний малой и средней капитализации характеризуется следующими чертами.

- Экономическая неподготовленность эмитента к выходу на публичный рынок:
    1. раздробленность бизнеса и его непрозрачность;
    2. заниженная стоимость имущества в целях снижения размеров его налогообложения; заниженные размеры собственно капитала;
    3. существование доли операций, производимых через оффшорные зоны и «серый сегмент» российской экономики;
    4. неучтенные в официальной бухгалтерской отчетности и налоговом учете денежные потоки, наличие управленческого учета, который может вестись на различных носителях (бумажных, электронных), при том что эта информация не всегда может иметь документальное подтверждение.[8]
- Высокая концентрация собственности:
    1. почти 100% российских компаний малой и средней капитализации имеют до 3-4 мажоритарных собственников, владеющих от 75 до 100% бизнеса;
    2. ориентация собственников не на модель бизнеса, в основе которой лежит рост капитализации компании, а на модель, в рамках которой основным интересом контролирующих собственников (акционеров) является прямое управление

[8] Проблемы налогообложения малого бизнеса. Т.А. Дементова, « Финансы» № 7, 2007, с. 76.

денежными и материальными потоками его компании, обеспечение прямого доступа к ним;

3. выход российских компаний на публичный рыков является связанным часто лишь с будущими сделками по продаже бизнеса контролирующими акционерами по более высоким ценам, а также рассматривается как способ получать более дешевое заемное финансирование (при росте капитализации);
4. ориентация на недиверсифицированную структуру акционерного капитала, с максимальной его долей в публичном владении 10-20%.

- Закрытость, непубличность бизнеса: неготовность многих компаний к проведению эмиссии с точки зрения раскрытия информации, отсутствие специалистов, способных осуществлять работу по эмиссии ценных бумаг.
- Ориентация собственников и менеджеров на простую продуктовую структуру в привлечении финансирования (банковские кредиты, кредиторская задолженность, дружественное финансирование, направление собственных средств из оффшорных зон, использование средств из серого оборота).
- Низкий уровень корпоративного управления: внутрикорпоративная борьба, замена команд и лиц, управляющих процедурой эмиссии, конфликты интересов, затрудняющих возможность выхода на публичный рынок, низкая рыночная культура.

Однако именно у новых инновационных компаний малой капитализации есть большие возможности для выхода на фондовый рынок.

Несмотря на проблемы и искажения в организации бизнеса компаний малого и среднего бизнеса, создающие значительные трудности в выводе их на фондовый рынок, в 2004-2005 г.г. сформировался значительный интерес мажоритарных акционеров, контролирующих быстрорастущие российские

компании малой капитализации, к созданию объемного прозрачного бизнеса, и в обращении для финансирования его развития на публичный рынок ценных бумаг.

Факторы, вызывающие указанный интерес, следующие:

- большинство средних и малых предприятий роста, сформировавшихся в России, подошли к такому рубежу в наращивании объемов производства, за пределами которого исчерпывается возможности финансирования бизнеса за счет банковских кредитов (малые объемы и короткие сроки, чрезмерная концентрация задолженности у одного кредитора), за счет кредиторской задолженности (краткосрочный источник оборотных средств), и неформального финансирования (возможность привлечь действительно крупные долгосрочные средства под приемлемый процент);
- природа растущего бизнеса как масштабного, высокотехнологичного, существующего в долгосрочной перспективе, требует эффективной системы корпоративного управления и делает невозможным и неэффективным дальнейшее поддержание его в раздробленной непрозрачной форме, с запутанной организационной структурой , с несколькими системами учета;
- несколько историй успеха (успешный выход компаний на иностранные фондовые рынки средних по размеру компаний с последующим ростом капитализации) продемонстрировали российским компаниям возможность привлечения долгосрочного заемного капитала;
- подготовка ряда компаний к продаже и к вхождению в акционерный капитал крупных стратегических западных инвесторов требует проведения предпродажной подготовки, что, в свою очередь,

предполагает вывод высокотехнологичной компании на публичный фондовый рынок, получение для нее публичной биржевой и кредитной истории, дооценку капитализации компании на рынке.

Если проанализировать компании малой капитализации как участников рынка ценных бумаг, то первый их опыт относится к 90-м годам 20 века, когда организации стали активно использовать векселя в своих взаимозачетах. В условиях постоянного дефицита оборотных средств вексель представлял собой обязательство, предоставляющую отсрочку платежа за выполнение работ, поставленные товары, оказанные услуги, фактически стал заменителем денег, что было очень актуально для малого и среднего бизнеса.[9]

Вексель не является эмиссионной ценной бумагой и не подлежит государственной регистрации, поэтому процедура выпуска векселей в обращение более простая и занимает меньше времени, чем выпуск облигаций. Однако 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 компании останавливает свой выбор на таком инструменте как вексель, необходимо понимать, что придется предложить инвесторам доходность, превышающую доходность векселей крупных векселедателей. Это - премия за риск, которую векселедатель должен предложить инвестору, готовому вложить деньги в векселя малоизвестного на рынке предприятия. В случае удачной реализации вексельного проекта у компании формируется положительная кредитная история, и в будущем компания сможет привлекать средства инвесторов, размещая свои

[9] Иванов М., Сравнительный анализ инструментов привлечения инвестиций с рынка долговых обязательств предприятиями малого и среднего бизнеса.//РЦБ., 2007, № 14 (341),с.17

инструменты уже по более низким процентным ставкам и на более длительные сроки.

Таким образом, выпуск векселей - наиболее удобная форма заимствования для компаний, не имеющих публичной кредитной истории, открывающая путь к формированию имиджа надежного заемщика и открывающая дорогу к успешному размещению облигационных займов.

Однако существует ряд проблем, с которыми приходится сталкиваться участникам вексельных отношений: подделка бланков векселей, несовершенство законодательства (в частности, налогового), регулирующего вексельные отношения, недобросовестность контрагентов, погашение векселей товаром, а не денежными средствами, выпуск векселей с нарушением установленных правил оформления (так называемые квази-векселя) и т.п.

Привлечение заемного финансирования может осуществляться на основе размещения облигационных займов.

Облигация - ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права.

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, имеющие упрощенную процедуру эмиссии, однако выпускать их могут только эмитенты, удовлетворяющие ряду условий:

- размещение облигаций осуществляется путем открытой подписки на торгах фондовой биржи;
- эмитентом облигаций является хозяйственное общество, государственная корпорация или международная финансовая организация, если в котировальный список фондовой биржи, осуществляющей допуск таких облигаций к торгам, включены акции и (или) облигации указанных эмитентов;
- эмитент облигаций существует не менее трех лет и имеет утвержденную годовую бухгалтерскую отчетность за два завершенных финансовых года;
- облигации не предоставляют их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости либо номинальной стоимости и процента от номинальной стоимости;
- срок исполнения обязательств не может превышать три года с даты начала их размещения;
- облигации выпускаются в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением их сертификатов в расчетном депозитарии;
- оплата облигаций при их размещении, а также выплата номинальной стоимости и процентов по облигациям осуществляются только денежными средствами[10].

Упрощенная процедура эмиссии биржевых облигаций состоит в том, что не требуется государственная регистрация выпуска, регистрации проспекта и отчета об итогах выпуска таких облигаций. Однако компания-эмитент, в том числе и компания малого или среднего бизнеса, должна уже

[10] www.micex.ru/markets/stock/emitents/bonds/profile

быть представлена на фондовой бирже обращением своих акций или облигаций.

Сравнительная характеристика по основным параметрам таких инструментов финансирования как банковский кредит, вексель и облигационный заем представлены в таблице 1.

Таблица 1

Сравнительная характеристика банковского кредита и ценных бумаг как инструментов долгового финансирования

Параметры	**Банковский кредит**	**Вексельный заем**	**Облигационный заем**
Ограничение по сумме займа	Для банка-кредитора – не более 20 % от собственного капитала	Нет (ограничен кругом потенциальных инвесторов)	Не менее $ 5 млн. (менее не рационально)
Срок организации	Для краткосрочного кредита – от 1-й недели Для долгосрочного кредита – порядка 4-х недель	От 14 недель	От 3-х месяцев
Условия финансирования	В соответствии с условиями кредитного соглашения	По мере необходимости	В ходе первичного размещения, в течение 1 года с даты регистрации выпуска в ФСФР
Требования к	В объеме	Достаточно	В соответствии с

раскрытию информации о заемщике	требований кредитора	полная и прозрачная, аналогично с требованиями по банковскому кредиту	формальными требованиями ФСФР по обязательному раскрытию информации
Степень раскрытия информации	Не раскрывается, как правило носит конфиденциаль-ный характер	Открыта в пределах, оговоренных с финансовым консультантом	Общедоступна в объеме проспекта ценных бумаг, сообщений о существенных фактах эмитента
Документация	Кредитное соглашение, обеспечительн ые документы	Соглашение с финансовым консультантом, информационный меморандум, договор с маркет-мейкером, платежным агентом (домицилянтом) – при необходимости организации оплаты векселей	Решение о выпуске, Проспект ценных бумаг, соглашение с андеррайтером, договор с маркет-мейкером, платежным агентом, депозитарием, документы для прохождения листинга и т.д.
Наличие аудита	Не обязательно	Желательно	Обязательно
Количество кредиторов (инвесторов)	Один	Не ограничено	Не ограничено
Рыночная инфраструктура	Не требуется	Обращение в документарном виде на внебиржевом	Торговая система, депозитарий

		рынке	
Вторичный рынок	Практически отсутствует	Имеется	Имеется

Рассмотрим преимущества и недостатки использования разных финансовых инструментов для компаний малого и среднего бизнеса.

Преимущества банковского кредита:

-быстрота оформления, отсутствие государственной регистрации;

-нет необходимости привлекать сторонних консультантов;

-один кредитор;

-раскрываемая информация доступна ограниченному кругу лиц;

-при краткосрочном кредитовании существует возможность получения кредита по мере необходимости (кредитная линия);

-возможность заимствования на льготных (нерыночных) условиях исходя из взаимоотношений с банком-кредитором.

Преимущества выпуска векселей:

-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;

-наличие вторичного рынка;

-возможность объективного ценообразования.

Преимущества облигационных займов:

-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.

Недостатки банковского кредита:

-зависимость от одного кредитора;

-как правило, необходимость предоставления обеспечения (залога);

-высокая доля субъективизма в общении с банком-кредитором.

Недостатки выпуска векселей:

-жесткие требования по оплате долга, оформленного векселями, сложность реструктуризации;

-возможны случаи подделки векселей;

-отсутствие четкого налогового законодательства;

Недостатки облигационных займов:

-значительная организационная работа;

-жесткие сроки и условия размещения облигаций;

- жесткие условия регистрации выпуска и проспекта облигаций в ФСФР;

-недостаточно ликвидный вторичный рынок на данный момент.

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

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

Глава 2. Организационные основы эмиссионной деятельности компаний малого и среднего бизнеса

2.1. Взаимодействие компаний малого и среднего бизнеса с инвестиционными банками и компаниями

Компании малого и среднего бизнеса (далее – компаний малой капитализации) размещают свои ценные бумаги на основании тех же законодательных и нормативных актов, тех же организационных процедур, что и крупные компании, однако имеют и ряд отличительных особенностей. Например, и за рубежом, и в России, для акций таких компаний создаются специальные биржевые торговые площадки.

Кроме того, для совершенствования инфраструктуры компаний малой капитализации создан специальный орган - Интерфакс Бизнес Сервис,

который предоставляет эмитентам комплекс услуг в сфере связи с инвесторами или IR (*Investor Relations).*[11]

Цель работы компаний малого и среднего бизнеса с Интерфакс Бизнес Сервис - повысить свою привлекательность в глазах инвесторов, добиться увеличения стоимости акций, снизить стоимость заимствований, повысить известность в России и за рубежом, укрепить репутацию. Группа "Интерфакс" обладает уникальными возможностями по оказанию услуг в области IR: ресурсами ведущего российского информационного агентства, тесными связями с российскими институциональными и частными инвесторами, опытом работы с эмитентами и инвесторами в разных областях (раскрытие информации, рейтинги, кредитные риски, аналитика).

В России инвестиционные компании и инвестиционные банки пока не очень доверяют компаниям малого и среднего бизнеса, считая этот сектор экономики «теневым», ненадежным и нерентабельным. В то же время, в других странах компании малой капитализации давно вошли в сферу интересов профессиональных участников рынка ценных бумаг. В США, например, активно развиваются так называемые «Инвестиционные компании малого бизнеса» (Small Business Investment Company – SBIC).

Программа «Инвестиционная компания малого бизнеса» (SBIC) была инициирована Конгрессом США в 1958 г. с целью обеспечения малого и среднего бизнеса в период их старта, роста и последующего расширения рисковым (венчурным) и инвестиционным капиталом[12]. Эта программа реализуется и координируется Администрацией Малого Бизнеса США (SBA

---

[11] http://www.group.interfax.ru/r/A/ProductsIR/0.html
Investor Relations- сфера деятельности организации, находящаяся на пересечении финансов, коммуникационной политики, маркетинга и права, имеющая целью построение максимально эффективной двусторонней коммуникации между компанией, инвестиционным сообществом и другими группами интересов, влияющими или потенциально способными оказывать влияние на оценку рыночной стоимости компании.

[12] По материалам http://www.sba.gov/INV/overview/htm можно получить полное представление об организации и работе программы SBIC, а также ознакомиться с соответствующими регулирующими, законодательными и нормативными актами США.

US). С 1958 г. по 2009 г. в рамках программы SBIC было проинвестировано свыше 97 тыс. малых предприятий на общую сумму свыше $76 млрд. В 2009г. в США действовало 512 инвестиционных компаний малого бизнеса (SBICs), которые осуществили долговременные инвестиции в 14 тыс. малых предприятий на общую сумму $4 млрд.[13]

В рамках дальнейшего развития программы SBIC планируется за период 2011-2016гг. проинвестировать 37 тыс. малых предприятий и обеспечить суммарный объём инвестиций в $74 млрд [14].

Инвестиционные компании SBICs, используя свой собственный капитал и привлекая заемный капитал (в т.ч. из федеральных источников) по приемлемым ставкам на основании гарантийных обязательств Департамента развития малого бизнеса в США (US Small Business Administration)[15], осуществляют различные виды инвестиций в малые предприятия. В 2008 финансовом году суммарный объём капиталов, аккумулированных в лицензированных компаниях SBICs, достиг $35,7 млрд. из которых $23,3 млрд. являются частным капиталом, а $12,4 млрд. предоставляются под гарантии SBA.

Самым распространённым видом финансовой поддержки в рамках программы SBIC являются инвестиции объёмом до $ 750 000, по которым Департамент развития малого бизнеса может предоставлять гарантии. Инвестиции предоставляются сроком до 10 лет для вложения в активную часть фондов (оборудование, технологии и т.п.) и до 25 лет для вложения в здания и сооружения. Однако в определенных случаях инвестиции могут быть увеличены на 50-70%.

Практически все SBICs являются частными коммерческими предприятиями. Они предоставляют акционерный капитал, долговременные

---

[13] 2009 Summary of Performance and Financial Information, http://www.sba.gov
[14] Strategic Plan, FY2011-2016, http://www.sba.gov
[15] http://www.sba.gov/about-sba-services/our-history

займы, облигационные займы, а также оказывают услуги по финансовому менеджменту. Побудительным стимулом для деятельности SBICs является возможность участия в прибылях в случае успешного развития и дальнейшего расцвета малых предприятий. Имеются 2 основных типа SBICs: стандартные SBICs и специализированные SBICs, которые обычно называются specialized SBICs или SSBICs. При этом SSBICs инвестируют капитал только в малые предприятия, собственниками которых являются представители социально - или экономически ущемленных групп населения, в основном из числа национальных меньшинств.[16] В свою очередь в основную группу стандартных SBICs входят:

- Инвестиционные компании, созданные при банках и находящиеся в их собственности (Banc-Owned SBICs);
- Инвестиционные компании, созданные для работы в сфере долговых обязательств (Debenture SBICs);
- Инвестиционные компании, созданные для работы по финансовому обеспечению ценных бумаг и акционерного капитала (Participating Security SBICs).

Программа SBIC предназначена для финансирования всех типов производственных и обслуживающих предприятий. Множество SBICs ищут малые предприятия, ориентированные на проведение НИОКР, занимающиеся выпуском новой продукции или предоставлением новых услуг. Такое явление обусловлено тем, что инвесторы исходят из уверенности в высоком потенциале роста этих предприятий. Другие SBICs специализируются в управлении финансами или в различных схемах кредитования и др. При этом, ежегодные налоговые поступления в бюджет страны от успешных инвестиций SBICs в предприятия малой и средней капитализации, значительно превышают бюджетные затраты на реализацию программы SBIC. Кроме того, благодаря финансовой помощи со стороны SBICs,

[16] http://www.sba.gov/aboutsba

множество малых предприятий создало сотни тысяч новых рабочих мест.

История создания, развития данного института представлена в приложении 1.

Опыт США дает нам понять, насколько важно создание инфраструктуры для малого бизнеса, опыт SBIC позаимствовали другие страны: Колумбия, Пуэрто- Рико, Вирджинские острова и некоторые другие.[17]

Для России заимствование опыта США возможно при достижении следующих условий:

1. прозрачность бизнеса;
2. инвестиционная привлекательность бизнеса;
3. поддержка малого бизнеса со стороны государства;
4. предоставление гарантий по сохранности вложения средств в венчурные компании малого бизнеса;
5. упрощенная система налогообложения;
6. доверие со стороны населения.

Все эти условия сформируются только в том случае, когда в сознании инвестором произойдет перелом в отношении к компаниям малой капитализации (малого и среднего бизнеса). Малый и средний бизнес способен приносит прибыль и может быть прозрачным для всех субъектов в экономике.

Большая роль в этом процессе отводится торговым площадкам, созданным на базе российских бирж РТС и ММВБ, для формирования кредитной и эмиссионной истории, что положительно скажется на повышении доверия к данному сектору экономики.

---

[17] SBA Strategic Plan – Fiscal Years 2011 - 2016

2.2. Торговая инфраструктура для компаний малой капитализации

Российские специализированные торговые площадки для компаний малой капитализации

Торговая инфраструктура для компаний малой капитализации представлена биржевыми торговыми площадками РТС и ММВБ.

Российская торговая система (РТС) — крупнейший организатор торговли на рынке ценных бумаг. На базе РТС функционирует торговая площадка RTS Board, которая предоставляет возможность выхода компаниям малой и средней капитализации на организованный рынок ценных бумаг для привлечения финансирования.[18]

Схематично процесс выхода эмитента ценных бумаг на РТС можно представить следующим образом (рис.1):[19]

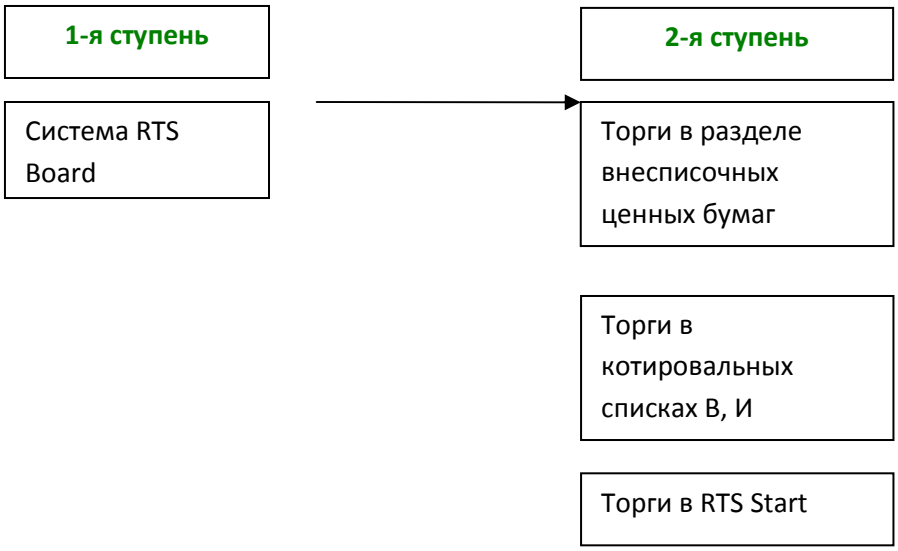


Рис. 1. Выход компаний малой капитализации на биржевую площадку РТС

RTS Board может быть первой ступенью по выводу акций компании малой капитализации на фондовый рынок. Вторая ступень — допуск ценных бумаг эмитента к торгам в РТС (включая RTS START).

---

[18] http://www.rts.ru/s777
[19] http://www.rts.ru/s391

Система RTS Board - информационная система, предназначенная для индикативного котирования ценных бумаг, не допущенных к торгам ОАО «Фондовая биржа РТС» (РТС).

RTS Board – эффективный инструмент первоначального повышения ликвидности ценных бумаг. Задача системы - обратить внимание инвесторов на перспективные ценные бумаги.

За весь период существования RTS Board (с 2001 года) более 150 ценных бумаг 116 эмитентов были переведены в сектор основных торгов РТС.[20]

В список инструментов RTS Board могут быть включены следующие ценные бумаги:

- акции, выпущенные эмитентами в соответствии с требованиями российского законодательства, в отношении которых осуществлена государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг и отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) или представлено уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг;
- инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов, выданные управляющими компаниями в соответствии с требованиями российского законодательства, в отношении которых осуществлена регистрация правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом;
- облигации, выпущенные эмитентами, в том числе иностранными эмитентами, в соответствии с требованиями российского законодательства, в отношении которых осуществлена государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг;

[20] Буклет RTS Board "Ближе к рынку" (pdf, 1 Мб), http://www.rts.ru/s391

- иностранные финансовые инструменты, квалифицированные в качестве ценных бумаг в соответствии с нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг (в рамках проекта RTS Global).

В настоящее время в системе RTS Board представлено свыше 1700 различных ценных бумаг (из них в RTS Global — 50 ценных бумаг) более чем 1250 эмитентов.

Пользователю RTS Board предоставляются следующие возможности:

- ввод и просмотр индикативных котировок по ценным бумагам, включенным в список инструментов RTS Board;
- ввод отчета о внебиржевой сделке, в том числе "кликом" по котировке;
- система поиска ценных бумаг и компаний-участников и просмотр информации о них;
- оперативное общение в режиме on - line с трейдерами.

Дополнительно к RTS Board можно подключить:

- центр электронных договоров (ЦЭД) для оформления договоров купли-продажи ценных бумаг в электронном виде с электронными цифровыми подписями (ЭЦП) сторон;
- расчеты на условиях "поставка против платежа" ("ППП") в российских рублях и в иностранной валюте;
- доступ в режиме просмотра к классическому и биржевому рынкам акций, облигаций и инвестиционных паев, где выставляются котировки и заключаются сделки по ценным бумагам, обращающимся в РТС.

Дополнительно к созданному сегменту RTS Board биржа РТС с 2007 г. запустила проект RTS START.[21]

RTS START предназначен для допуска ценных бумаг эмитентов малой и средней капитализации к торгам в процессе размещения и/или обращения.

Цели RTS START:

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

Сравнительная характеристика RTS Board и RTS START представлена в таблице 2.

Таблица 2

Сравнительная характеристика RTS Board и RTS START

Параметры	RTS Board	RTS START
Тип рынка	внебиржевой	биржевой
Рыночные цены, признаваемые котировки, рыночная капитализация	нет	есть
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

[21] Деришева О., Федоров А.,RTS START- стартовая площадка РТС для российских компаний малой и средней капитализации//РЦБ. -2007., №12(339),с. 55

Участие маркет-мейкера и уполномоченного финансового консультанта	нет	маркет-мейкер – обязательно; уполномоченный финансовый консультант – обязательно, за исключением допуска к обращению вне списка
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 регистрацию в ФСФР России

На основании данных таблицы можно сделать следующие выводы:

1) РТС Board является начальной ступенью при выходе на биржевой рынок;
2) РТС Board и РТС Start отличаются типом заявляемых ценных бумаг;
3) на площадке РТС Board существуют менее жесткие условия при регистрации проспекта ценных бумаг, требования устанавливаются лишь на локальном уровне биржи.

Прежде всего, данные сектора отличаются целевой аудиторией и видом ценных бумаг. Для сектора РТС Start существуют ограничения по капитализации, это связано с тем, что если капитализация компании превышает максимально допустимый уровень, компания переходит в раздел крупного бизнеса, и к ее ценным бумагам применяются уже более строгие правила.

В RTS START могут быть допущены к торгам следующие виды ценных бумаг эмитента: обыкновенные и/или привилегированные акции; корпоративные облигации. В RTS START могут быть включены ценные бумаги эмитентов, ранее включенные либо включаемые в следующие разделы списка ценных бумаг, допущенных к обращению на бирже РТС[22]: котировальный список «Б», котировальный список «В», котировальный список «И», ценные бумаги, допущенные к торгам без прохождения процедуры листинга (внесписочные ценные бумаги).

В работе сегмента РСТ START участвуют:

- эмитенты средней и малой капитализации, чьи ценные бумаги допускаются к размещению и/или обращению в РТС;
- профессиональные участники рынка ценных бумаг и их клиенты, осуществляющие торговлю в РТС;
- ОАО «РТС» – фондовая биржа, которая обеспечивает взаимодействие между продавцами и покупателями и гарантирует переход прав собственности и осуществление расчетов по сделкам купли- продажи ценных бумаг;
- уполномоченный финансовый консультант (УФК); [23]
- маркет-мейкеры . [24]

Уполномоченный финансовый консультант осуществляет следующие функции для RTS START:

---

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

[23] 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. (Правила допуска ценных бумаг к торгам ОАО «РТС»)

[24] 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. (Правила допуска ценных бумаг к торгам ОАО «РТС»)

- обеспечение своевременного и полного раскрытия информации на постоянной основе в течение всего срока обращения ценных бумаг в RTS START;
- подписание ежеквартального отчета эмитента (в случае

допуска ценных бумаг к торгам);

- представление аналитического отчета, содержащего информацию о финансово-экономическом состоянии эмитента и о 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.

Маркет-мейкер осуществляет следующие функции для RTS START:

- обеспечение ликвидности ценных бумаг эмитента на вторичном рынке посредством поддержания двусторонних котировок в пределах заданного спрэда в период торговой сессии;
- оказание услуг по процедурам включения и поддержания ценных бумаг эмитента в котировальных списках биржи;

Согласно правилам допуска ценных бумаг к торгам для включения акций и корпоративных облигаций в сегмент RTS START, кроме регистрации проспекта ценных бумаг и государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг эмитента или представления в ФСФР России уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг, необходимо также выполнение следующих требований:

1. соответствие требованиям биржи, предъявляемым для обращения в сегменте RTS START;
2. капитализация акций не должна превышать 5 млрд. руб. (для включения акций);

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

4. в случае, если заявителем ценных бумаг в сегмент RTS START является эмитент, необходимо наличие договора, заключенного между уполномоченным финансовым консультантом и эмитентом, действующего в течение периода нахождения его ценных бумаг в сегменте RTS START. 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;

5. наличие аналитического отчета, содержащего информацию о финансово-экономическом состоянии эмитента и факторах риска. [25]

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).

Торговой площадкой для компаний малой капитализации на фондовой бирже **ММВБ является ИРК ММВБ** - сектор инновационных и растущих компаний (сектор ИРК), который функционирует с июня 2007г. Сектор создан для достижения следующих целей[26]:

- формирование условий для эффективного привлечения инвестиций в инновационный и быстрорастущий сектор экономики компаниями малого и среднего бизнеса;

---

[25] Буклет "RTS START Выход на биржу для компаний малой и средней капитализации", http://www.rts.ru/s777

[26] http://www.micex.ru/markets/stock/emitents/igc/profile

- 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.

В секторе ИРК могут обращаться акции, корпоративные облигации, паи ПИФов.

Основным критерием отбора компаний 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.[27]

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

- инвестиционный меморандум, в котором раскрывается информация о финансово-хозяйственной деятельности компании;

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

---

[27] Интервью с зам.ген.директора ММВБ Г.Марголитом., Новый сектор для инноваций., //РЦБ, Компания-Эмитент, 2007, № 16 (343).

- наличие договора с листинговым агентом[28].

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 в секторе ИРК отводится листинговому агенту. Листинговый агент – это организация, аккредитованная ММВБ с которой эмитентом (управляющей компанией) заключен договор об оказании следующих услуг:

- подготовка в соответствии с Правилами листинга комплекта документов, необходимых для подачи эмитентом заявления о допуске ценных бумаг к размещению, а также заявления о допуске ценных бумаг к обращению с прохождением или без прохождения процедуры листинга;
- подписание инвестиционного меморандума эмитента и корпоративного календаря эмитента, представляемых эмитентом при допуске к торгам ценных бумаг их поддержании в секторе инновационных и растущих компаний;
- обеспечение раскрытия компанией информации, её достоверность на этапах размещения и поддержания ценной бумаги в секторе ИРК.

Список листинговых агентов представлен в приложении 2.[29]

---

[28] 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.

[29] Брошюра ”Сектор ИРК на Фондовой бирже ММВБ”

Листинговый агент должен начать работать с компанией заранее, чтобы компания смогла сделать первый шаг успешно.

Чтобы понять, готова ли компания к публичному рынку, можно выделить следующие факторы для анализа: юридические, организационные, экономические.

Если компания можете продемонстрировать, что работает в перспективном секторе, имеет значительные темпы роста выручки и ее капитализация достаточна - то у этой компании есть шанс стать публичной компанией.

В ходе подготовки к IPO необходимо также учитывать новые требования ММВБ к документам эмитента, которые должны содержать обоснование оценки стоимости компании. Это серьёзная ответственность листингового агента, который гарантирует, что оценка капитализации компании при выходе на биржу является обоснованной.

График выхода компании на сектор ИКР ММВБ представлен на рис. 2.

Рис. 2. График вывода акций компаний в сектор ИРК ММВБ

Процесс выхода компании на фондовый рынок, независимо от выбранного сегмента, долгий и сложный. Подготовка компании при выходе компании занимает от 5 до 7 месяцев.

Первый этап - основной, именно на данном «переговорном» этапе формируются основные условия размещения ценных бумаг.

На данном этапе происходит разработка политики выхода компании на рынок ценных бумаг и организация публичного размещения, анализ проблем и интересов бизнеса, решаемых организацией при публичном размещении, разработка политики развития инвестиционных проектов, под которые привлекаются финансовые средства.

На этом же этапе проходит и фондовый аудит (due diligence), обеспечение надлежащего соответствия.

Следующий этап, подготовка эмиссионных документов, заключается в урегулировании всех вопросов, связанных с юридической чистотой предприятия, то есть урегулирование отношений с государственными органами-регуляторами рынка ценных бумаг и имущественных отношений (ФСРФ, ФАС, Минэкономразвития). Третий этап часто объединяется со вторым для сокращения временных издержек.

Четвертый этап, заключается в подготовке презентации компании, собирающейся выйти на фондовый рынок. Именно от этого этапа зависит информирование инвесторов и привлекательность компании для инвесторов.

Этап размещения занимает от 15 до 20 дней. Это заключительный этап, в который входит определение цены размещения, формирование реестра заявок и подведение итогов размещения.

Схема выхода компании на ИКР ММВБ представлена на рис. 3.

Рис. 3. Схема вывода ценных бумаг компаний малой капитализации в сектор ИРК ММВБ

Сектор ИРК ММВБ предоставляет компаниям малой капитализации также возможность проведения частных размещений с одновременным листингом по упрощенным правилам. По мнению главного аналитика ИК ITinvest А. Потавина, сектор ИРК ММВБ будет востребован в ближайшие годы, поскольку в период кризиса средний российский бизнес «изголодался» по инвестиционным ресурсам[30].

Зарубежные специализированные торговые площадки для компаний малой капитализации

В развитых странах уделяется огромное внимание рынку акций малой капитализации. Крупнейшие специальные площадки для ценных бумаг малых и средних компаний на настоящий момент существуют в Англии, Корее, Канаде, Китае, Японии, Сингапуре, Германии, Франции, Индии, Малайзии, Греции, Италии, Таиланде и Австрии.

Рассмотрим некоторые их них.

---

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

Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange, AIM)[31]

Этот рынок делится на два сегмента – основной (main, official) и альтернативный, Alternative Investment Market – AIM. Сегмент AIM был создан в 1995 году, его предшественником являлся рынок нелистинговых бумаг - Unlisted Securities Market. С самого начала AIM представлял ценные бумаги новых, инновационных компаний. AIM принадлежит к так называемым *альтернативным торговым площадкам*, созданным специально для облегчения доступа к финансированию для молодых, развивающихся компаний. В отдельных случаях инвесторы смотрят не столько на историю и финансовые показатели, сколько на перспективу и потенциал развития компании.

AIM стала первой специальной площадкой для акций инновационных и растущих компаний. Изначально рынок AIM создавался для английских компаний, однако за последние несколько лет спектр привлекаемых участников существенно расширился. С 2005 года AIM превратился в один из центральных рынков Европы. Компании, акции которые обращаются к AIM, это в основном:

- молодые растущие компании; компании, чьи акционеры нуждаются в услугах биржи, но предпочитают Лондонской бирже упрощенную налоговую структуру AIM;
- компании, не имеющие возможности или решившие не выходить на основную биржу;
- компании, не удовлетворяющие требованиям Лондонской биржи (из-за малого числа акционеров или отсутствия трехлетнего финансового отчета).

[31] Источник: www.londonstockexchange.com/aim

Сейчас эта секция альтернативных инвестиций (AIM) — крупнейшая в мире, где торгуются ценные бумаги более 3000 компаний[32]. В рамках AIM выделяется сектор технологических компаний techMARK .[33]

Простые и понятные критерии листинга: отсутствие формальных минимальных ограничений по размеру компании, доле акций в публичном обращении, истории торговли, предыдущего одобрения сделок большинством акционеров, отсутствие ограничений по передаче акций компании, отсутствие требования обязательно быть компанией из Соединенного Королевства – все это делает данную торговую площадку привлекательной для эмитентов-компаний малой капитализации.

Решение о разрешении листинга принимает «назначенный советник» - Nomad (англ. Nomad, сокр. от. Nominal Advisory) – компания, состоящая из профессионалов в области корпоративных финансов, одобренная Лондонской фондовой биржей. Nomad проводит разъяснение правил биржи для совета директоров и возможности и обязанности компании, выступает в роли регулятора. Nomad проверяет удовлетворение требованиям, предъявляемым к корпоративному управлению, к менеджменту компании, реализуемость планов компании и т.п.

Помимо Nomad компании-эмитенту также требуется брокер (член Лондонской фондовой биржи, сводит вместе продавцов и покупателей, может быть одновременно Nomad), юридический советник, бухгалтерская компания, а также дополнительно при желании - PR-советник.

Функции Nomad можно сравнить с функциями листинговых агентов[34].

---

[32] Company files 2009, http://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/company-files/company-files.htm
[33] Б.Б. Рубцов , Современные фондовые рынки., уч. пособие, - М., Альпина, 2007 .с318
[34] Пособие по IPO ММВБ

Листинговый агент		NOMAD
Требования к компании		
Новые правила аккредитации ФБ ММВБ	Старые правила аккредитации ФБ ММВБ	Требования AIM
иметь опыт вывода компаний - эмитентов на фондовый рынок (корпоративное финансирование, публичное размещение акций (IPO), управленческое, юридическое, налоговое и аудиторское консультирование, содействие в области PR - акций и маркетинга финансовых продуктов, аналитическая поддержка эмитента)	иметь опыт вывода компаний - эмитентов на фондовый рынок (корпоративное финансирование, публичное размещение акций (IPO), управленческое, юридическое, налоговое и аудиторское консультирование, содействие в области PR - акций и маркетинга финансовых продуктов, аналитическая поддержка эмитента)	иметь практику корпоративных финансов как минимум на протяжении последних 2 лет
иметь положительную деловую репутацию;		участвовать как минимум в 3 аналогичных сделках, в течение 2-х летнего периода
Требования к квалификации сотрудников		
иметь в штате двух Ключевых менеджеров, обладающий знаниями Правил листинга и Правил сектора РИИ	-	иметь в штате как минимум 4 Квалифицированных Представителей. Он должен продемонстрировать понимание рынка корпоративных финансов и AIM

Рис. 4. Сравнительная характеристика функций Nomad и листингового агента

Существующие правила для компаний, обращающихся на площадке AIM, не содержат требования касательно раскрытия информации по процедурам корпоративного управления, но большая часть компаний их раскрывает.

Большинство компаний стремится к соблюдению кодекса корпоративного поведения (в меньшей степени это относится к зарубежным компаниям).

Большинство компаний на AIM раскрывает информацию о том, следуют они стандартам корпоративного управления или нет. Из них 90% - следуют, в основном это английские компании. И половина иностранных компаний, в том числе российских, лишь частично соблюдают эти требования.

Бомбейская фондовая биржа (Bombay SE, сектор Indonext)

Площадка запущена в 2005 году для привлечения капитала малыми и средними компаниями. Позволяет привлечь капитал и улучшить ликвидность компаниям, которые уже имеют листинг на одной из 20 региональных индийских фондовых бирж.

Торговля ценными бумагами в секторе Indonext осуществляется на основе системы Бомбейской фондовой биржы On-Line Trading (BOLT) в качестве отдельного сегмента.

Унифицированные требования для листинга: минимальный уставный капитал - 3 мил. рупий, минимум 25% акций должно быть не в руках основного акционера, минимум 500 акционеров, компания должна быть прибыльной как минимум в течении 3-х лет из последних 5 лет деятельности[35].

Гонконгская биржа (Growth Enterprise Market - GEM)

Акции на Гонконгской бирже обращаются на двух площадках – основной и GEM. GEM представляет собой "входной билет" перед доступом на основной рынок для быстрорастущих компаний любого размера и любого сектора экономики (аналог AIM). Следует также отметить, что в июле 2008 г. на Гонконгской бирже стал доступен и листинг депозитарных расписок (HDR).

Биржевой рынок Гонконга открыт для всех участников: помимо уже привычных глобальных игроков на рынке присутствует огромное количество азиатских институциональных и розничных инвесторов. В частности, для корейских и японских инвесторов Гонконг является основной площадкой для покупки акций динамично растущих компаний.

Для листинга в Гонконге необходимо выполнение следующих требований: компания должна быть прибыльной по меньшей мере в течении 2 последних двух лет и иметь совокупную прибыль 10 млн. юаней ($1.46 млн) или иметь выручку мин 50 млн. юаней ($7.3 млн) и прибыль минимум 5 млн. юаней ($730 тыс.) за последний год (рост выручки минимум 30% за последние 2 года); компания должна иметь уставный капитал не менее 30

[35] http://www.bseindia.com/about/indonext.asp

млн. юаней ($ 4.4 млн) после IPO; компания должна иметь ясный ключевой бизнес и использовать полученные средства на его развитие.

Токийская фондовая биржа (Tokyo SE Group, сектор Mothers)[36]

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 этом секторе действуют упрощенные требования по сравнению с основным рынком: выпуск минимум 1 тысячи акций, при выпуске должно появиться минимум 300 акционеров, рыночная капитализация минимум 1 млрд. японских йен, наличие аудиторского заключения.

Франкфуртская фондовая биржа (Deutsche Börse -Entry Standard)[37]

В 1997 году во Франкфурте появился «новый рынок». Специально для молодых компаний высокотехнологичных отраслей экономики был предусмотрен и особый режим листинга: эмитент должен иметь историю деятельности как предприятие не менее 3 лет, 25% акций должно быть размещено публично, проспект ценных бумаг должен быть опубликован в специальном издании, уставный капитал - минимум 250 тыс. евро[38], Обязательно наличие листингового партнера, одобренного биржей. Требование незамедлительного раскрытия существенной информации на сайте компании.

Итальянская биржа (Borsa Italiana - Mercato Expandi)[39]

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

---

[36] http://www.tse.or.jp/english/listing/mothers/index.html
[37] http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/
[38] Б.Б. Рубцов , Современные фондовые рынки., уч. пособие, - М., Альпина, 2007 .с318

[39] www.borsaitaliana.it

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 2009г. в сегменте было представлено 83 компаний, которые составляли 25 % Borsa Italiana, достигая рыночной капитализации 13 миллиардов евро.

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

3) сегмент **Standard** включает все компании с капитализацией от 40 млн. до 1 млрд. евро, и которые в настоящее время не относятся к сегменту STAR (105 компаний).

При выборе площадки размещения эмитент должен оценивать не только различия в требованиях, они разумны и выполнимы, а три ключевых фактора: наличие инвесторов, возможность привлечь нужный объем средств для достижения желаемого уровня капитализации и ликвидность акций на вторичном рынке. При этом подходы российских и зарубежных бирж различаются (см.: Таблица 3).

Таблица 3

Требования к эмитентам – компаниям малой капитализации российских бирж и Лондонской фондовой биржи[40]

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

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 списка «И» - не более пяти лет	Для списка «В» - не более полугода, для списка «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. Требуется отчет о состоянии оборотного капитала	Для включения в список «В» – отсутствие убытков по итогам двух из последних трех лет	Для включения в список «В» – отсутствие убытков по итогам двух из последних трех лет
Формат отчетности	Отчетность по UK GAAP, US GAAP, МСФО, аудированная за последние	Нет специальных требований	Нет специальных требований

	три года		

Как видно из таблицы, сравнивая российский и английский рынок для компаний малой капитализации, AIM более либеральный рынок, так как на нем отсутствуют ограничения по количеству размещаемый акций, сроку нахождения акций в котировальном списке, сроку существования эмитента, а также по капитализации, в то время как на российских площадках капитализация - это основной критерий нахождения компании в том или ином секторе биржевых торгов. Однако на AIM более жесткие условия в отношении стандартов отчетности, в то время как на RTS START и ИРК ММВБ таких специальных требований не существует.

Существуют и другие различия при оценке эмитентов биржами:

1)Отрасль деятельности эмитента. Чтобы попасть в 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 связанной с реализацией национальных проектов. Соответствие этому правилу определяется Экспертным советом биржи. На AIM и RTS START ограничений по отрасли деятельности эмитента нет.

2)Уровень капитализации. Основное преимущество AIM по сравнению с другими мировыми биржами – отсутствие требования о рыночной капитализации компании. RTS START не предъявляет требование к минимальной капитализации, ограничившись максимальным пределом - не более 5 млрд. руб., а ИРК допускает к торгам эмитентов с капитализацией не более 5 млрд. руб., но и не менее 100 млн. руб.

3)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.

4)Срок существования эмитента. На AIM есть дополнительное преимущество в сравнении с российскими рынками, т.к. нет ограничений по сроку существования эмитента, в то время как на российских специализированных торговых площадках к торгам допускаются эмитенты, срок существования которых превышает три года с момента государственной регистрации.

5)*Наличие профессиональных участников* в размещении и обращении ценных бумаг. 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.

Видим, что AIM имеет ряд преимуществ по сравнении с российскими площадками, однако на AIM относительно строгие требования к эмитентам в отношении раскрытия информации.

Таблица 4

Необходимые документы и требования по раскрытию информации, предъявляемые к эмитентам-компаниям малой капитализации[41]

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

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

		ый проспект ценных бумаг	маркет-мейкером. Зарегистрированный проспект ценных бумаг
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	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

	крупных контрактах и клиентах; бизнес-план компании		

В результате проведенного анализа можно сделать следующие выводы:

1) Значительная часть торговых площадок для компаний малой капитализации была создана либо задумана в конце 1990-х годов на пике технологического бума. Активное развитие большинство площадок получили в 2003-2007 годах в период активного роста всей мировой экономики и развивающихся рынков в частности.

2) Абсолютное большинство рассматриваемых рынков определяет своих эмитентов как молодые, быстрорастущие компании, несущие в себе инновационный потенциал;

3) Можно выделить ряд общих требований, встречающихся в большинстве случаев:

- упрощенное регулирование;
- наличие маркет-мейкеров и листинговых агентов для обеспечения ликвидности и достоверности информации;
- сравнительно низкие издержки выхода на рынок.

4) Особое внимание уделяется повышенным требованиям к раскрытию информации, компаниям требуется иметь работающую систему внутреннего контроля. В большинстве случаев компании нужно подготовить специальный пакет документов: информационный меморандум, аналитический отчет от компании-организатора.

5) Усиление глобализации и тенденция объединения фондовых бирж приводит к постепенной выработке стандартов листинга для малых и

средних предприятий по всему миру. К примеру, после успеха AIM Лондонской фондовой биржи аналогичные площадки открываются на биржах Италии и Японии.

7) Невозможно определить универсальность правил той или иной площадки для малых и средних компаний, поскольку, несмотря на наличие общих черт, многие из площадок имеют свои особенности. Где-то отсутствуют требования по характеристикам компании, и основное решение по допуску к торгам принимает листинговый агент, а где-то широко распространены налоговые льготы и гарантии по кредитам для размещающихся компаний.

8) Многие развитые страны активно продвигают свои площадки в качестве отличного места для размещения компаний из других (в большинстве случаев, развивающихся) стран. Данная особенность вынуждает развивающиеся рынки активно создавать собственные аналогичные площадки, для того чтобы избежать оттоков капитала из страны и ослабления инвестиционного климата, в случае, если национальные компании выбирают размещение за рубежом.

Глава 3. Проблемы и перспективы формирования рынка ценных бумаг компаний малой капитализации

3.1. Совершенствование инфраструктуры фондового рынка с позиций интересов малого и среднего бизнеса

Выпуск ценных бумаг компаний малой капитализации является положительным явлением с точки зрения и самих эмитентов, и инвесторов, и других субъектов экономической деятельности. Малые и средние предприятия являются важным фактором развития экономики на местах по следующим причинам:

• руководители компаний, зачастую являющиеся их владельцами, весьма заинтересованы в успехе;

• простая структура управления малого и среднего предприятия часто способствует созданию эффективных технологий и продуктов;

• малые и средние предприятия могут гибко и изобретательно реагировать на изменение рыночной конъюнктуры;

• малые и средние предприятия обычно располагают лучшими возможностями для создания новых рабочих мест и получения прибыли.

Следовательно, можно выделить преимущества, связанные с эмиссией ценных бумаг компаний малой капитализации:

для инвесторов:

- возможность диверсификации своего портфеля ценных бумаг. Прежде всего, это связано с тем, что курсы акций небольших компаний ориентируются на внутренний рынок и не зависят от мировых индексов.[42]
- недостаточное внимание со стороны аналитиков фондового рынка. Большинство инвестиционных аналитиков в мире не успевают, либо не заинтересованы в анализе акций компаний малой капитализации. Основными клиентами крупных брокерских домов являются инвестиционные фонды с несколькими миллиардами долларов под управлением, которые, как правило, не заинтересованы в поиске инвестиционных идей из числа компаний малой капитализации. Возникает ситуация, когда существует большое количество компаний с хорошими фундаментальными показателями и перспективами роста, но недостаточно исследованные аналитиками. Поэтому у частного инвестора существуют хорошие шансы самостоятельно отыскать инвестиционную идею, не ориентируясь на чьи-либо прогнозы и рекомендации.

---

[42] http://cabinet.finam.ru/cabinet/fundinfo

- ориентация на частных инвесторов. Многие крупные инвестиционные компании считают, что вложения в столь мелкие бумаги только отвлекает их от крупных проектов и не приносит большого дохода, тогда как частный инвестор имеет возможность вложиться в быстроразвивающуюся компанию раньше, чем о ней узнают другие, которая к тому времени превратиться в устойчивую компанию с большим потенциалом;
- адаптация к изменяющимся внешним условиям. Для введения нового продукта на рынок крупной компании требуется большее количество времени для рассмотрения и одобрения этого вопроса, тогда как для малой компании, главное - быстрее вывести на рынок новый продукт и максимально быстро получить прибыль от его введения. Таким образом, способность небольших компаний в короткие сроки и намного более эффективно использовать открывающиеся возможности (входить на новые рынки, представлять новые продукты) позволяет таким компаниям показывать заметные темпы роста выручки и прибылей по сравнению с крупными компаниями, тем самым быстрее увеличивая свою рыночную капитализацию.

для компаний эмитентов:

- первичное размещение ценных бумаг на рынке позволяет привлечь необходимое количество денежных средств для эффективного функционирования компании;
- ожидаемая известность и улучшенный имидж компании;
- создание публичной кредитной истории, рост привлекательности в глазах иностранных инвесторов;[43]
- увеличение эффективности процесса привлечения инвестиций за счет использования налаженной инфраструктуры фондовой биржи;

---

[43] Дрэйхо Дж., IPO. Как и почему компании становятся публичными, Пер. с англ. 2008, 392 с.

- получение ликвидности, возможности дальнейшего привлечения акционерного капитала;
- получение рыночной оценки стоимости бизнеса.

для биржевых площадок:

- дополнительное преимущество в конкурентной борьбе с другими биржами.

Как в любом секторе экономике среди бирж существует конкуренция за клиентов, тем более что этот клиент является быстрорастущим и прибыльным. Привлечь малые и средние компании - является сложной задачей для биржевых площадок, поэтому они создают упрощенную систему выхода компаниям второго эшелона. А появление на бирже акций новых компаний, также акций иностранного эмитента, увеличивает предложение ценных бумаг для инвесторов и снижает стоимость операций.

для частных фондов:

- доступ к новым объектам инвестиций;
- «гарантия качества» инвестиций за счет предварительного отбора и более высокого уровня раскрытия информации;
- возможность «выхода» из компании за счет продажи акций квалифицированным инвесторам.

для государства:

- создание механизма оценки качества и перспективности осуществляемых инвестиций;
- создание центра концентрации и координации всей работы по созданию благоприятной среды инвестирования в инновации;
- эффективная реализация концепции государственно-частного партнерства.

Уже сейчас можно привести ряд примеров успешного выхода компаний малой капитализации на фондовый рынок. Однако для более динамичного развития данного сегмента рынка необходимо развитие инфраструктуры фондового рынка для компаний малой капитализации.

Инфраструктура фондового рынка - это совокупность систем, организаций и технологий, позволяющая участнику рынка повысить эффективность своей деятельности и снизить его риски, связанные с операциями купли-продажи ценных бумаг. В конечном счете, при создании и эксплуатации технологических элементов инфраструктуры главным является снижение издержек участника по совершению операций на фондовом рынке.

Для совершения операций на рынке участнику необходима оперативная и достоверная информация, как ценовая, так и иная, которая может повлиять на принятие решений, необходимы средства оперативного поиска надежных контрагентов для заключения сделок, обеспечивающие наименьшие риски при их выборе. Также необходима система фиксации факта заключения сделки, имеющая необходимые средства контроля за соблюдением участниками установленных правил торговли, дополненная, по возможности, системой сверки сделок. По заключении такой сделки в дело вступает система исполнения сделок, где также наиболее важным фактором является снижение рисков, но уже рисков исполнения сделки. И, наконец, должен обеспечиваться оперативный обмен информацией между составными частями инфраструктуры, способствующий автоматизации работы участника и снижения его накладных расходов.

На текущем этапе развития рынка для компаний малой капитализации можно констатировать, что в период с 2005 года по настоящее время наметились положительные тенденции в развитии рынка ценных бумаг

компаний малой капитализации в Российской Федерации, однако для дальнейшего развития этого сектора необходимо решить ряд проблем.[44]

Законодательная база

Важнейшим событием стало введение такого вида краткосрочных финансовых инструментов, как биржевые облигации. Теперь компании могут не регистрировать выпуск биржевых облигаций в ФСФР.

В настоящее время наблюдается активизация конкурентной борьбы за инвестиции между рынками. В эту борьбу вовлечены страны и с развитыми, и с развивающимися финансовыми рынками. Отсюда естественным образом возникают установки и задачи по организации усилий по созданию благоприятного инвестиционного климата в России, которые получили в последнее время условное наименование «Россия — международный финансовый центр».

Свой вклад в решение этой государственной задачи вносит и профессиональное сообщество российского фондового рынка. Наиболее заметным результатом такой работы в последнее время является «Идеальная модель фондового рынка на долгосрочную перспективу до 2020 г.». Этот экспертный материал подготовлен коллективными усилиями под эгидой НАУФОР. Модель активно обсуждалась в экспертной среде и в итоге нашла свое отражение в докладе о мерах по совершенствованию регулирования и развития финансового рынка на 2008—2012 гг.[45]на долгосрочную перспективу, подготовленного ФСФР России. В докладе приоритет отдается задаче развития инфраструктуры рынка ценных бумаг, в котором фигурирует вопрос о центральном депозитарии. Создание центрального депозитария повысит надежность учета прав собственности на ценные бумаги и создаст

---

[44] http://docs.rcsme.ru/rus/Other-Information/First-SME-Congress/Resolution.htm

[45] Эдди Астанин, Центральный расчетный депозитарий-это централизация расчетов в балансе с услугами по хранению бумаг и проведению корпоративных действий.//Стратегия, № 6 (64), 2008 . с.8.

условия 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 держателя в реестрах владельцев ценных бумаг.

Закончена работа над введением системы пруденциального надзора.[46] Пруденциальный надзор за участниками рынка ценных бумаг и предлагаемое ужесточение требований к операторам рынка является одной из наиболее острых тем для российского фондового рынка. Внесены также изменения в положение об организации торговли, согласно которым биржи могут организовывать специальные сектора для размещения и обращения акций быстрорастущих и инновационных компаний. [47]

Описаны и структурированы с точки зрения профессиональных участников рынка ценных бумаг участников и инфраструктурных организаций возможные риски, которые могут иметь влияние на профессиональную деятельность на финансовом рынке. Это - база для построения системы нормативных требований, связанных с регулированием рисков в рамках системы пруденциального надзора.

Налогообложение

Создание благоприятных налоговых режимов для инновационных предприятий проявилось в следующем: отмена двойного налогообложения инновационных предприятий, налоговые каникулы на время осуществления инновационного проекта, снижение налогооблагаемой базы на сумму расходов на НИОКР.

---

[46] Л. Морозова, ФСФР наделят полномочиями по пруденциальному надзору за участниками финансового рынка "Российская Бизнес-газета" №780 (47) от 14 декабря 2010 г.

[47] Стрельцов В., заместитель руководителя ФСФР, http://www.fcsm.ru/attach.asp?a_no=619

Процедура эмиссии ценных бумаг

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

- смягчение требований к эмитентам в части регулирования уставного капитала и объявленных акций;
- 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;
- введение возможности частичной оплаты акций при их размещении;
- расширение возможностей для выпуска биржевых облигаций. 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 при эмиссии необходимо рассмотреть вопрос о создании специализированных фондов, частично компенсирующих затраты эмитентов на подготовку и проведение IPO в рамках рынка молодых и быстрорастущих компаний.

Повышение уровня ликвидности и доверия инвесторов к ценным бумагам компаний малой капитализации

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.

Повышение уровня прозрачности компаний малой капитализации

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

Защита от недружественных поглощений

Недружественные поглощения давно стали больной темой для многих российских компаний, особенно малого и среднего бизнеса. Однако в нашей стране пока нет законодательных механизмов, позволяющих защитить собственников бизнеса.

Средний и малый бизнес гораздо менее прозрачен, чем крупный, часто в таких компаниях очень запутанная структура владения, присутствуют различные нарушения в ведении документооборота – все это помогает

успешным действиям рейдеров. Ведь большинство собственников и топ-менеджеров российских компаний не задумываются о будущих проблемах. Вместо того чтобы, например, привести всю документацию в соответствие с законодательством, они заботятся только о сиюминутной прибыли. При этом они не предполагают, что их актив может кого-то заинтересовать.[48]

Наиболее распространенными в современной России способами недружественного поглощения стали[49]:

- консолидация (скупка) мелких пакетов акций;
- преднамеренное доведение компании 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.

На конференции, прошедшей 24 октября 2010 года, под названием «Проблемы и перспективы привлечения инвестиций предприятиями среднего бизнеса» были изложены основные направления совершенствования развития малого бизнеса.

В рамках конференции были рассмотрены следующие позиции для улучшения инфраструктуры развития малого бизнеса:

1. Возможности биржи для компаний малой капитализации. В качестве итога было предложено определять биржу как место, где капитализация малых компаний растет быстрее, чем капитализация крупных компаний. Данное предложение основывается на следующих данных об изменениях

---

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

[49] 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

индексов ММВБ за последний год. Индекс ММВБ вырос за год на 6%, индекс компаний с большой капитализацией - на 4%, со средней капитализацией - на 10%, с малой капитализацией - на 70%.

2. Компании малого и среднего бизнеса, решившие выходить на рынок ценных бумаг, должны определить для себя основные задачи, а именно: наличие высокотехнологичного конкурентоспособного продукта; создание кредитной истории; известность компании, понятность инвесторам; доверие акционеровк менеджменту компании. Для решения последних двух задач компания должна проводить осознанную информационную политику.

3. Компании малого бизнеса должны четко поредеть для себя приоритетные способы финансирования. Если выбор пал на инвестиции публичного рынка, необходимо раскрывать информацию, поэтому до сих пор многие эмитенты отказываются от размещений, предпочитают кредиты дружественных банков.

Итак, инфраструктура для компаний малого и среднего бизнеса создана и развивается, несмотря на перечисленные проблемы т нерешенные вопросы.

3.2. Практика выхода компании малого бизнеса на фондовый рынок (на примере компании ОАО « Фармсинтез»)

Для примера успешного выхода компании малой капитализации на фондовый рынок была выбрана компания ОАО « ФармСинтез», которая разместила акции в секторе ИРК ММВБ в 2010 году.

ОАО «Фармсинтез» создано в 1996 году. Компания занимается производством и реализацией как оригинальных готовых лекарственных средств, так и активных фармацевтических субстанций, а также разрабатывает новейшие лекарственные средства, методы их доставки в организм и инновационные технологии получения их ингредиентов для последующей реализации в России, СНГ, странах Евросоюза и Северной

Америке. Компания располагает современным научно-производственным комплексом, введенным в эксплуатацию в 2001 году.

Лекарственные препараты, разрабатываемые ОАО «Фармсинтез», реализуются на всей территории СНГ. На рынке химических соединений и активных фармацевтических субстанций ОАО «Фармсинтез» активно сотрудничает с североамериканскими и европейскими компаниями.

Среди готовых лекарственных средств, производимых компанией, – индуктор интерферона Неовир, производимый в соответствии с европейскими требованиями к качеству и применяемый в целях иммунокорригирующей терапии; препарат Сегидрин, используемый в комплексной паллиативной терапии онкологических больных; оригинальный препарат Феназид для лечения больных туберкулезом.

Инновационный химический производственный комплекс, предназначенный для изготовления активных фармацевтических субстанций и других химических соединений, построен в промышленной зоне недалеко от С-Петербурга. Проектирование комплекса осуществлялось совместно со специалистами Санкт-Петербургского Государственного Технологического Института, немецкой технологической компании Linde и ФГУП «Российский Научный Центр «Прикладная химия».

В июле 2010 г., в целях проведения первичного публичного предложения акций и согласно решению общего собрания акционеров, было осуществлено преобразование компании из ЗАО «Фармсинтез» в ОАО «Фармсинтез» и увеличен уставный капитал общества на сумму 131 млн. руб. до 378 596 325 руб. путем выпуска 26,2 млн. обыкновенных именных бездокументарных акций.

ОАО «Фармсинтез» 24 ноября 2010 года разместило акции в секторе ИРК ММВБ. Размещен весь объем акций ОАО «Фармсинтез», предложенный инвесторам в рамках IPO.

Организатором и листинговым агентом выпуска выступило ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ». Соорганизаторы выпуска – ООО «ВЕЛЕС Капитал», ФК «Открытие», ИК «ФИНАМ», ОАО «Itinvest».

Книга заявок на участие в IPO была закрыта 18 ноября 2010 г. Объем спроса превысил предложение примерно на 25%. Цена одной акции, определенная эмитентом, составила 24 руб. В рамках IPO инвесторы приобрели 22 млн. акций дополнительного выпуска, или 30% уставного капитала ОАО «Фармсинтез». Таким образом, в ходе IPO ОАО «Фармсинтез» привлекло 528 млн. руб., а его рыночная капитализация на день размещения акций составила 1 716 млн. руб.

Рассмотрим порядок выхода компании на рынок, начиная с поставленных перед компанией целей IPO, заканчивая анализом рисков, которые были связаны с инвестированием в акции компании.

Цели IPO:

- ускорение развития бизнеса на фоне роста фармацевтического рынка РФ и государственных стимулирующих программ;
- вывод оригинальных патентованных препаратов на рынок ЕС и США;
- повышение уровня транспарентности перед планируемым выходом на NASDAQ;

Для достижения целей компания «Фармсинтез» разработала основные параметры IPO:

Доля от УК (доп.эмиссия)	30%/ 22 млн акций
Объем размещения	450-600 млн руб.
Дата размещения	24 ноября 2010 года
Организатор	ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ»
Площадка	Сектор РИИ ММВБ
Диапазон цены	20.6-27.7 рублей
Откр./Закр. книги заявок	20 октября –17 ноября
Дата определения цены	19 ноября 2010 года
Справедливая Капитализация	1445-1952 млн руб.

Компания выделила **факторы успеха**, которые положительно повлияли на объем привлеченных средств:

- неудовлетворенный инвестиционный спрос на Life Science компании в РФ;
- долгосрочная доходность компаний из сегмента Health;
- рост фармацевтической отрасли в России;
- рост капитализации при успехе клинических испытаний по инновационным препаратам;
- ориентир на прозрачность и высокий уровень корпоративного управления;
- участие в капитале международных фондов.

Цели размещения и использования привлеченных средств

Все привлеченные от IPO средства направляются на инвестиционную программу: строительство нового завода готовых лекарственных форм в Ленинградской области, завершение в Европе клинических испытаний разработанных лекарственных препаратов для вывода их на рынки Европы и США, приобретение производственных и научно-исследовательских компаний за рубежом, экспансия в российские регионы и страны СНГ. Кроме

того, в планах «Фармсинтеза» – вывод бумаг на американскую биржу высокотехнологичных компаний NASDAQ, условия допуска к торгам на которой являются одними из самых жестких в мире.

По оценкам «Фармсинтеза» объем инвестиций, требуемых до конца 2012 года, составляет 600 млн. рублей. Часть средств привлечена посредством проведения IPO, остальные требуемые инвестиции будут профинансированы за счет собственных средств компании. Кассовые разрывы предполагается компенсировать кредитными линиями. Направления инвестирования привлеченных средств представлены на рис. 5.

Направление инвестиций 2011-2012 гг.	Сумма, млн руб.	Доля, %
Строительство производства готовых лекарственных форм	130	21.7
Создание собственной сети медицинских представителей	40	6.7
Поглощение фармацевтических компаний в Европе	270	45
Финансирование 2-ой фазы клинических испытаний Virexxa® и MyeloXEN® в ЕС	160	26.6
ИТОГО	600	100

Рис. 5. Направления использования средств, привлеченных компанией «Фармсинтез» в результате размещения дополнительных акций в секторе ИРК ММВБ

Основные параметры выхода компании «Фармсинтез» на фондовый рынок ИРК ММВБ

Одним из важнейших параметров выхода компании на рынок это - **структура акционерного капитала.**

Структура капитала «Фармсинтеза» после размещения акций выглядит следующим образом[50] (рис. 6):

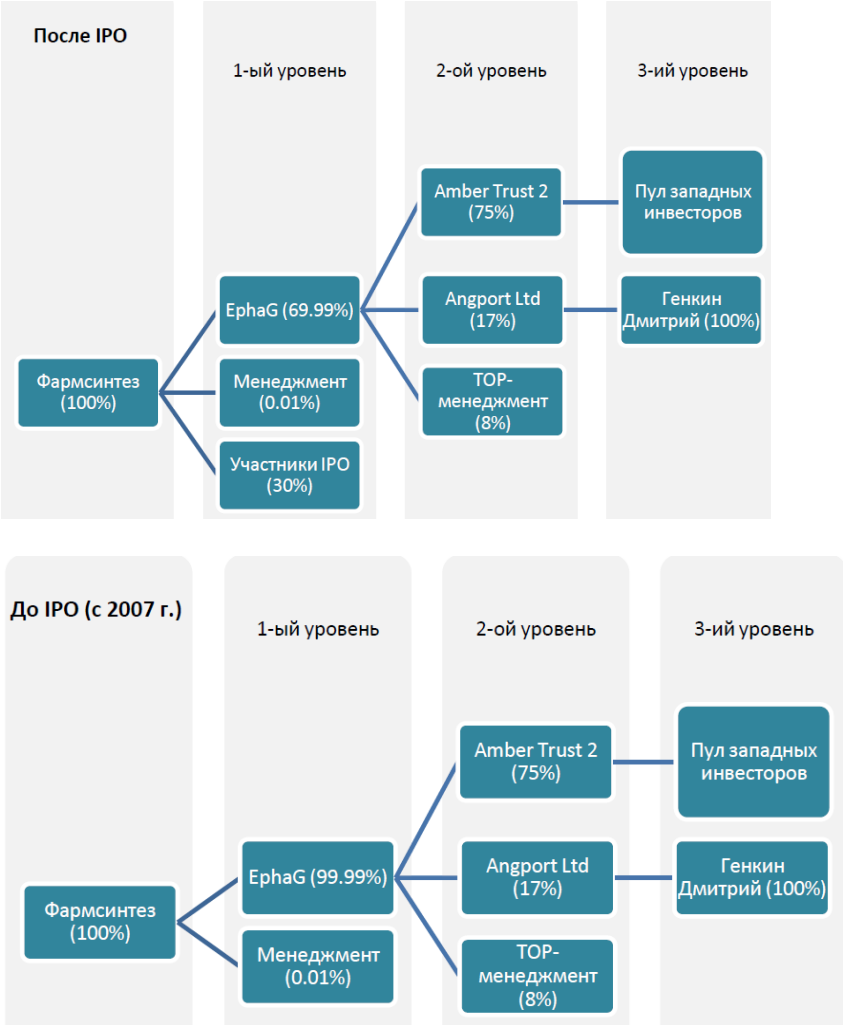


Рис. 6. Структура капитала компании «Фармсинтез» до и после размещения акций в секторе ИРК ММВБ

Для достижения поставленных целей компания «Фармсинтез» разработала долгосрочную стратегию, которая заключается в создании мощного биофармацевтического предприятия с широким территориальным охватом, как в России, так и за рубежом. Были разработаны следующие мероприятия для реализации планов (рис. 7):

---

[50] Amber Trust ll- фонд для глобальных институциональных инвесторов высокого класса. Был запущен в 2005 году. Цель фонда- генерировать долгосрочны прирост капитала, инвестируя преимущественно на рынке стран Балтии. Учредителя фонда являются Firebird Management LLC и Danske Capital AS

	Мероприятие	Срок	Эффект
1.	маркетинг бренда, продуктов и услуг компании в ЕС и США, участие в специализированных мероприятиях и публикации в тематической прессе, привлечение западных Life Science-аналитиков к мониторингу компании	постоянно	рост продаж, повышение имиджа и узнаваемости бренда
2.	создание собственного производства готовых лекарственных средств	2011-2012	экономия $6 млн COGS до 2013 года и снижение потребности в оборотном капитале на $3 млн в год к 2013 году
3.	развитие сети медицинских представителей и расширение присутствия в РФ и СНГ	2011-2012	рост объема продаж до 670 млн рублей к 2013 году. Рост маржинальности продаж на 30% к 2013 году
4.	разработка инновационных биокаталитических методов производства лекарственных субстанций, высокотехнологичных дженериков (Рибавирина, Кладрибина и Флударабина)	2012	продажи препаратов в первый год более $1 млн; монопольная позиция на новом рынке с общим объемом более 3 млрд рублей
5.	приобретение «молодых» биофармацевтических компаний за рубежом (Балтийский и Средиземноморский регионы). Фокусные компании обладают производственными мощностями, производят высокорентабельные бренды и генерируют прибыль	2012	расширение каналов сотрудничества, продвижение собственных препаратов и услуг контрактного производства субстанций на рынках США и ЕС, перспективы роста консолидированных продаж (до $22 млн к 2013 году и до $37 млн к 2015 году), эффект масштаба и интернационализации
6.	регистрация Virexxa в ЕС и вывод его на этот рынок в качестве орфанного препарата	2013	продажи препарата в первый год на уровне $5 млн; монопольная позиция на новом рынке с общим объемом более $500 млн
7.	прохождение клинических испытаний и вывод на рынок РФ препаратов MyeloXEN, PulmoXEN и HIVirin, проведение клинических испытаний MyeloXEN в ЕС и США.	2013	продажи препаратов в первый год свыше $3,5 млн; монопольная позиция на новом рынке с общим объемом более 8 млрд рублей в РФ. Мировой рынок MyeloXEN оценивается в $1,2 млрд

Рис. 7. Стратегические цели компании «Фармсинтез»

Также для достижения целей по IPO была разработана **маркетинговая программа.**

Для продвижения продукции в регионах были образованы региональные представительства, на базе которых работают медицинские представители компании. На данный момент количество представителей - 20 человек, которые действуют в Москве, Санкт- Петербурге, Омске, Новосибирске, Нижнем Новгороде, Краснодаре, Уфе, Ростове-на-Дону и

Волгограде. К 2013 году планируется увеличить количество представителей до 37 человек.

Данная система позволила получать рад преимуществ: во-первых, это расширение географии деятельности и прирост доступности препаратов для населения, во-вторых, данная система позволила перейти к системе прямых продаж.

При выходе компании на сектор ИРК ММВБ следовало удовлетворять требованиям, предъявляемым к компаниям малого и среднего бизнеса. «Фармсинстез» имеет штат сотрудников около 100 человек. При этом организационная структура компании выглядит достаточно разветвлено и обширно, что показывает, что и на малом предприятии возможна широкая и мощная технологическая структура, которая представлена в приложении 3.

Стратегическими партнерами «Фармсинтеза» являются ряд ведущих российских и зарубежных компаний, такие как:

- Институт биоорганической химии РАН;
- Санкт- Петербургский государственный медицинский университет им. академика Павлова;
- University of Minesotta;
- OCT (Outsource Clinical Trials, США);
- Еврейский университет (Иерусалим).

Компания «Фармсинтез» - серьезный игрок как на российском, так и на зарубежном рынке.

Преимущества препаратов «Фармситеза» заключается в их улучшенных свойствах, которые достигнуты за счет инновационных технологий производства, снижающих токсичность лекарственных препаратов. Аналогичными разработками занимаются только глобальные компании.

Основные средства компании «Фармсинтез»

Производство находится на земельном участке балансовой стоимостью 0,8 млн. рублей. Рыночная стоимость участка площадью 4,42 га по оценке ООО «Компания «Финансовый консультант» по состоянию на сентябрь 2010 года составляет более 120 млн. рублей. Самой дорогостоящей частью научно-производственного комплекса является оборудование, балансовая стоимость которого составляет 267 млн. рублей. Срок полезного использования оборудования составляет от 7 до 20 лет.

Кроме того, на балансе предприятия находятся прочие основные средства, среди которых транспортные средства, оргтехника, производственный и хозяйственный инвентарь, объекты природопользования и др. Их балансовая стоимость составляет 8,2 млн. рублей.

Структура основных производственных фондов представлена в приложении 4.

Финансовая деятельность компании «Фармсинтез»

На протяжении последних пяти лет доходы «Фармсинтеза», формируемые преимущественно за счет продаж в РФ, демонстрируют уверенный рост. В 2009 году выручка выросла до 228 млн. рублей, что выше уровня 2006 года более чем в 1,5 раза. Около 70% выручки пришлось на существующий портфель, включая оригинальные субстанции и препараты, находящиеся на эксклюзивной дистрибуции.

Рентабельность «Фармсинтеза» находится на хорошем уровне. Норма EBITDA в докризисные годы достигала 30%. При этом компания осуществляет свою деятельность за счет собственных средств, практически не прибегая к внешним заимствованиям. Соответственно, процентные платежи находятся на низких уровнях, что обеспечивает относительно высокую рентабельность по чистой прибыли, которая до кризиса находилась на уровне 10%.

Также у компании есть и экспортный потенциал, в первую очередь связанный со странами СНГ, на некоторых из которых «Фармсинтез» уже представлен (Азербайджан, Украина и Казахстан) существующими препаратами. Запуск инновационных препаратов позволит компании реализовать программу освоения рынков стран Европы и США.

Динамика основных финансовых показателей компании «Фармсинтез» представлена в приложении 5.

В любой компании помимо положительных сторон есть и отрицательные, так и компания «Фармсинтез» провела анализ своих слабых и сильных сторон с помощью SWOT-анализа.

Таблица 5

SWOT-анализ компании «Фармсинтез»

S(сильные стороны компании)	**W(слабые стороны компании)**
• Технологический лидер (4 уникальные линии производства субстанции) • Продуманная стратегия развития и инвестиционная программа для быстрого роста • Портфель эффективных технологий • RD-портфель высокомаржинальных инновационных вакцин и препаратов BioBetters • Квалифицированный менеджмент • Узнаваемые и популярные бренды • География продаж • Международные стандарты отчетности • Стратегия выхода на зарубежные рынки	• Нет собственного производства ГЛС • Не развита эффективная система продвижения и дистрибуции • Отсутствие опыта вывода и продвижения препаратов на рынки ЕС и США

O(возможности)	**T(угрозы)**
• Значительное сокращение издержек и повышение маржи за счет строительства собственного производства ГЛС • Развитие сети медицинских представительств • Успешное прохождение клинических испытаний 3 инновационных препаратов и 3 вакцин • Включение существующих и новых препаратов в программу гос. Закупок • Продажа лицензий на производство инновационных препаратов иностранным фармацевтическим компаниям • Привлечение клиентов, заинтересованных в биокаталитическом синтезе новейших нуклеозидов • Доступ к новым рынкам • Финансовая и производственная синергия с поглощением в будущем компаниями	• Обострение конкуренции со стороны как западных, так и российских фармацевтических компаний • Риск отрицательных результатов клинических испытаний • Риск прекращения дальнейшего сотрудничества с государством • Возможность административных и законодательных барьеров • Снижение темпов роста фармацевтического рынка за счет слабого спроса со стороны государства и населения.

Международный рынок ценных бумаг компаний отрасли биотехнологий

NASDAQ Biotechnology Index включает около 180 компаний, ведущих свою деятельность в области разработок инновационных лекарственных препаратов и методов их доставки в организм. В его расчет входят акции компаний, стоимость которых определяется во многом препаратами,

улучшенные формулы которых разрабатываются компанией «Фармсинтез», таких как TEVA Pharmaceutical, Biogen Idec и др. [51]

Динамика Индекса биотехнологий за последние 7 лет демонстрирует лучшие показатели, нежели рынок в целом, это отчетливо видно в приложении 6.

Отечественный фармацевтический рынок, пока еще слабо представленный на фондовых площадках, также демонстрирует хорошую динамику по сравнению с индексами (приложение 7).

Основные риски, связанные с инвестированием в акции компании, связаны с успешностью проведения клинических испытаний, на фоне информации о которых возможна значительная волатильность цен акций.

Основной инструмент, который использовался для привлечения средств компанией «Фармсинтез» - обыкновенные именные бездокументарные акции.

Особенности заключения сделок при размещении акций компании «Фармсинтез»

1. Продажа пакета акций существующим акционером производилась по открытой подписке с использованием системы торгов ММВБ в режиме торгов «Размещение: Адресные заявки».

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

---

[51] http://www.nasdaq.com/dynamic/nasdaqbiotech_activity.stm

3. Продающий акционер сохранял за собой право отказаться от продажи акций или уменьшить количество продаваемых акций до даты начала формирования книги заявок.

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

5. Минимальный объем сделки – 1 акция. Максимальный объем заявки ограничен количеством акций, которые предложены к продаже.

6. Режим расчетов при заключении сделок купли–продажи акций, предлагаемых к продаже, «поставка против платежа» в соответствии с правилами, установленными внутренними документами ЗАО «ММВБ» как клирингового центра для всех сделок, совершаемых на ФБ ММВБ. Зачисление акций на счета конечных приобретателей происходило в тот же день после проведения ЗАО ММВБ клиринга.

7. Условия продажи одинаковы для всех покупателей.

8. Сумма затрат «Фармсинтеза» составила около 5 млн. рублей.

Инфраструктурная поддержка выпуска акций компании «Фармсинтез»

1) ведение реестра владельцев именных ценных бумаг осуществляет ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.»
2) листинговый агент, продавец - ЗАО «АЛОР Инвест»
3) расчетные центры и депозитарии - ЗАО «Фондовая биржа ММВБ», «Национальный расчетный депозитарий»
4) аудитор - ООО « Алекс Аудит Консалт»
5) Андеррайтерами выпуска выступили ”ВЕЛЕС Капитал”, ФК ”Открытие”, ИК ”ФИНАМ”, “Itinvest”.

Однако, как любая коммерческая компания « Фармсинтез» подвержена как внешним, там и внутренним рискам, которые представлены в приложении 8.

Фармацевтический рынок России, являясь одним из самых быстрорастущих рынков в мире, остался наименее восприимчивым к кризисным явлениям. Несмотря на снижение ВВП России за 2009 год на 8% относительно уровня 2008 года, емкость фармацевтического рынка выросла на 18% и составила 538 млрд. рублей. При этом коммерческий сегмент фармацевтического рынка вырос на 22%.

Сейчас акции компании «Фармсинтез» активно котируются в секторе ИРК ММВБ.

В качестве итога можно констатировать следующее: для любой начинающей компании акции сначала не пользуются желаемым спросом со стороны инвесторов. Данная ситуация ясна, т.к. инвесторы привыкают, изучают новую компанию, тем более - компанию малой капитализации. Но существуют определенные отрасли, которые, как видно из анализа, имеют долгосрочный курс на повышение своей стоимости. Одной из таких отраслью в России является фармацевтика.

Выход на фондовый рынок - достаточно дорогостоящая процедура, и не каждая компания малой капитализации имеет для этого необходимые ресурсы, прибегая все чаще к банковским кредитам. Любой компании необходимо время для того, чтобы в нее стали вкладывать средства и ее заметили на рынке, для этого потребуется, как минимум, 4-5 лет. Но если у компании достаточно потенциала и она имеет серьезные планы на рентабельную перспективу и развитие, все затраты оправдают себя.

Заключение

В настоящее время в России складывается благоприятная ситуация для использования фондовых инструментов привлечения капитала для компаний малого и среднего бизнеса.

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

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.

Поскольку вексель не является эмиссионной ценной бумагой, он представляет собой более простой инструмент с точки зрения организации выпуска, чем облигация. Необходимым условием размещения является положительная динамика деятельности эмитента и/или поручителя за последние 3 года и хороший потенциал дальнейшего роста компании.

До начала 2000-х годов вексельные программы разрабатывались в основном для крупных компаний, в настоящее время ситуация меняется, и ничто не мешает малым и средним предприятиям осуществлять вексельное финансирование своих проектов.

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

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

Облигация и акция являются эмиссионными ценными бумагами, поэтому эмитент обязан удовлетворять определенным правовым и экономическим требованиям.

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.

Для того, чтобы компании малой капитализации могли использовать размещение своих ценных бумаг как способ финансирования бизнеса, необходима соответствующая инфраструктура, создание специальных площадок для торговли данными ценными бумагами. Для этого в нашей стране созданы RTS Start и ИРК ММВБ, (аналогов английской торговой площадки AIM, итальянской биржи Borsa Italiana, и др.).

В целом основные критерии листинга зарубежных бирж совпадают с критериями листинга ММВБ и РТС, в то же время, более жесткие требования европейские биржи предъявляют к организаторам листинга в отношении представления бирже информации об эмитенте.

Безусловно, формирование капитала компаний малого и среднего бизнеса с помощью инструментов фондового рынка - это относительно

новый виток в развитии фондового рынка России. Используя положительный опыт зарубежных рынков, Россия также развивает данный сектор, который сыграет свою положительную роль в развитии экономики России в целом.

Список литературы

Нормативно-правовые акты:

1) Гражданский кодекс РФ
2) Налоговый кодекс РФ
3) Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 07.02.2011) "О рынке ценных бумаг" (принят ГД ФС РФ 20.03.1996)
4) Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 28.12.2010) "Об акционерных обществах" (принят ГД ФС РФ 24.11.1995)
5) Федеральный закон от 24.07.2007 N 209-ФЗ (ред. от 05.07.2010) "О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации" (принят ГД ФС РФ 06.07.2007)
6) Постановление Правительства РФ от 22.07.2008 г. № 556 «О предельных значениях выручки от реализации товаров (работ, услуг) для каждой категории субъектов малого и среднего предпринимательства»
7) Постановление Правительства РФ от 08.08.2009 N 654 (ред. от 29.10.2010) "О совершенствовании государственного регулирования цен на лекарственные препараты, включенные в перечень жизненно необходимых и важнейших лекарственных препаратов"
8) Приказ ФСФР РФ от 28.12.2010 N 10-78/пз-н "Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг"
9) Приказ ФСФР РФ от 25.01.2007 N 07-4/пз-н (ред. от 20.07.2010)"Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг"

Монографии, учебники и учебные пособия:

1) Аксенов В.С., Гельвановский М.И., Шамхалов Ф.И.и др. Мировой финансовый кризис и экономическая безопасность России: анализ, проблемы и перспективы / - М.: Экономика, 2010.

2) Бородкин Л.И. Российский фондовый рынок в начале XX века: факторы курсовой динамики / Л.И. Бородкин, А.В. Коновалова. - СПб. : Алетейя, 2010.

3) Гайдар Е.Т. Кризисная экономика современной России: тенденции и перспективы / Ин-т экономики переходного периода. - М. : Проспект, 2010.

4) Галанов В.А. Рынок ценных бумаг : Учебник. - М. : Инфра-М, 2010.

5) Гришина О.А. Регулирование мирового финансового рынка: теория, практика, инструменты / О.А. Гришина, Е.А. Звонова. - М : Инфра-М, 2010.

6) Ивасенко А.Г. Рынок ценных бумаг: Инструменты и механизмы функционирования : учеб. пособ. для студ. вузов, обуч. по напр. "Экономика", и экономич. спец. / А.Г. Ивасенко, Я.И. Никонова, В.А. Павленко. - 4 изд., стер. - М. : КноРус, 2010.

7) Кокурин, К.Н. Назин и др. Инновации в России: Системно-институциональный анализ / С.И. Агабеков, Д.И.. - М. : ТрансЛит, 2010.

8) Макеев А.В. , Неэмиссионные ценные бумаги, ч.1, векселя,- М, 2002

9) Миркин Я.М. Стратегия выхода предприятия на рынок ценных бумаг. – М.:Перспектива, 1995г

10) 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

11) Миркин Я.М., Жукова Т.В., Кудинова М.М. и др.Коммерческие банки на российском финансовом рынке : Ежегодный доклад /; Рук. проекта Я.М.Миркин; СРО "Национальная фондовая ассоциация". - М. : ЦПР, 2010.

12) Ломтатидзе О.В. Базовый курс по рынку ценных бумаг : учеб. пособ. для студ., обуч. по спец. "Финансы и кредит" - М. : Кнорус, 2010.

13) Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. – М.: Альпина Букс, 2007

Статьи в периодических изданиях:

1) Агеев А. Системы электронных расчетов по операциям с ценными бумагами (на примере CREST и CHESS) //Рынок ценных бумаг. - 2009.- № 16.-Депозитариум № 10.

2) Александров В. Мировой рынок M&A на пороге подъема //Слияния и поглощения. - 2010.- № 11.

3) Астанин Э., Центральный расчетный депозитарий-это централизация расчетов в балансе с услугами по хранению бумаг и проведению корпоративных действий.//Стратегия, № 6 (64), 2008 . с.8.

4) Астапов К.Л. Фондовый рынок как механизм стимулирования развития российской экономики //Финансы. - 2010.- №10.

5) Вдовин И.А. Доступ ограничен. Почему мировые потоки инвестиций обходят Россию стороной: Беседа с председателем правления Национального агентства прямых инвестиций, сопредседателем комитета Российского союза промышленников и предпринимателей по государственно-частному партнерству и инвестиционной политике //Российская бизнес-газета. - 2010.- 19 января.-№ 2

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

7) Дементова Т.А. Проблемы налогообложения малого бизнеса « Финансы» № 7, 2007

8) Дрэйхо Дж., IPO. Как и почему компании становятся публичными, Пер. с англ. 2008, 392 с.

9) Жуков П.Е. Мировой кризис и эффективность финансовых рынков//Вестник Финансовой академии. - 2010.- № 5.

10) Замирская Е. ФБ ММВБ планирует создание новой торговой площадки, 26.01.2009

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

12) Кислякова Е.Ю. Российский рынок облигаций: испытание кризисом /Кислякова Е.Ю., Кармазина А.С. //Банковское дело. - 2010.- № 1.

13) Красавина Л.Н. Долговая политика: мировой опыт и российская практика//Деньги и кредит. - 2010.- № 8.

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

15) Кулагин А.С., О стимулировании инновационной деятельности,// Недвижимость и инвестиции. Правовое регулирование, № 1(10)., 2021г.

16) Марголит Г.,Интервью с зам.ген.директора ММВБ., Новый сектор для инноваций., //РЦБ, Компания-Эмитент, 2007, № 16 (343).

17) Никитин Л.Л., Нуржинский Д.В Стратегия и тактика защиты от недружественного поглощения//Институт проблем предпринимательства, 24.05.2004.

18) Орлов И. г., Векселя вышли рейтингом, КоммерсантЪ Daily, №18, 2008

19) Парфенова Н. Передача векселя в счет оплаты товаров //Финансовая газета. Региональный выпуск. - 2010.- № 43.

20) Пещанская И.В. Предприятие в системе долговых отношений //Бизнес и банки. - 2010. № 42

21) Ромасенко Н., Чернышева Н., С низкого старта к высокой капитализации//Финансовый директор, №7-8 (июль-август) 2008.

22) Ротко С.В. Облигация как инвестиционная ценная бумага //Налоги. - 2010.- № 31.

23) Смольякова Т.. Бизнес вреден для здоровья//Российская газета-Федеральный выпуск,2007, №3873.

24) Сребник Б.В. Проблемы инфраструктуры рынка ценных бумаг в России /Сребник Б.В., Кузнечик А.А. //Финансы. - 2010.- № 7.

25) Торянников А. Как защититься от недружественного поглощения//Финансовый директор, №5(59) май 2007г.

26) Холопова Л., Облигации без регистрации // Финансовые услуги N12 04.09.2006

27) Чернецкая Е. Рейд невозможен без коррупции//Институт проблем предпринимательства, 04.12.2008.

28) Четвериков В. На Западе мы не конкурентоспособны, а здесь развитие зависит не от нас: Беседа с генеральным директором Национального рейтингового агентства//Банковское обозрение. - 2010.- № 7.

29) Шаламова Д.В. Использование инструментов долгового финансирования в инвестиционно-банковской деятельности: современные тенденции//Экономические науки. - 2011.- № 2.

30) Щеголихина Г. Инновационные компании штурмуют фондовый рынок//Экономика и жизнь. - 2010.- № 40.

31) Юданов А., Делать средний бизнес,//Эксперт, 2008, №10(599).

Интернет – источники:

1) http://www.auver.ru
2) http://www. bankir.ru
3) http://www.borsaitaliana.it
4) http://www.bseindia.com
5) http://cabinet.finam.ru
6) http://cbonds.ru
7) http://www.codebts.com
8) http://www.deutche-boerse.com
9) http:// docs.rcsme.ru
10) http:// www.group.interfax.ru
11) www.expert.ru
12) www. ippnou.ru
13) http://www.fcsm.ru
14) http://www.ipocongress.ru
15) http://www.kommentarii.ru
16) http://www.londonstockexchange.com
17) http:// www.melzdrav.ru
18) http://www.micex.ru
19) http://www.nasdaq.com
20) http://www.rbc.ru
21) http://www.rts.ru
22) http:// www.sba.gov
23) http://www.tradeinstock.ru
24) http://www.tse.or.jp

25) http://www.tpprf.ru
26) http://www.quote. rbc.ru

Приложения

Приложение 1

Инвестиционные компании малого бизнеса США[52]

Учредителями SBIC (инвестиционной компании), обычно является группа частных лиц из числа опытных менеджеров, имеющая некоторый собственный капитал. Управляющими инвестиционной компанией могут быть только опытные менеджеры, успешно проработавшие не менее 5 лет в сфере инновационного и венчурного финансирования. В соответствии с законодательством, любая SBIC может обладать различным правовым статусом (корпорация, общество с ограниченной ответственностью, партнёрство, товарищество на вере и др.). Большинство SBICs являются собственностью маленьких групп местных инвесторов. Многие SBICs принадлежат коммерческим банкам, а некоторые SBICs представляют собой акционерные компании открытого типа. Размер капиталов SBICs, успешно действующих в течение 5-7 лет, достигает $30-$170 млн. Инвестиции предоставляется только малым предприятиям, стоимость которых не превышает $18 млн., либо тем предприятиям, которые за последние 2 года, имели среднегодовую прибыль не более $6 млн. (за вычетом налогов).

ТРЕБОВАНИЯ К УСТАВНОМУ КАПИТАЛУ

В настоящее время, для лицензирования такой инвестиционной компании, SBA требует, как минимум, наличия $5 млн. частного капитала в каждом SBIC, или $10 млн, если в компании предполагается создание уставного капитала на основе портфеля ценных бумаг. Во всех случаях, не менее 30% уставного капитала должны привлекаться из источников не аффилированных с управляющим персоналом SBIC.

ГОСУДАРСТВЕННАЯ ПОДДЕРЖКА

Устойчиво работающая SBIC, демонстрирующая потребность в

[52] http://www.nasbic.org/

дополнительных капиталах, может получить правительственную финансовую поддержку (финансовый рычаг) в размере до 300% от её собственного частного капитала. Однако, ни при каких обстоятельствах, ни один SBIC или SSBIC не может рассчитывать на предоставление поддержки на сумму превышающую $108,8 млн[53]. Если какая либо SBIC нуждается в государственной финансовой поддержке, то она должна дать обязательства компенсировать предоставленную поддержку в течении 5 лет . После завершения действия финансовой поддержки, эти капиталы списываются со счета SBIC. Для получения правительственной финансовой поддержки, SBICs выпускают облигации (долговые обязательства) под гарантии SBA. Таким образом создаются фонды (пулы) долговых обязательств под гарантии SBA. При этом SBA официально подтверждает своё участие и заинтересованность в этом пуле, после чего эти долговые обязательства продаются инвесторам на открытых публичных торгах. В нынешних условиях, долговые обязательства действуют в течении 10 лет и обеспечивают полугодовые процентные выплаты и единовременные выплаты номинальной стоимости при наступлении срока погашения долговых обязательств. 10-летние долговые обязательства позволяют осуществлять предоплату в течении первых пяти лет. После этого, долговые обязательства могут погашаться досрочными платежами без штрафных санкций. В других случаях, процентные ставки по долговым обязательствам определяются условиями фондового рынка на момент продаж. Кроме возможности получения правительственной финансовой поддержки, все SBICs имеют целый комплекс налоговых льгот и преференций.

ПРЕИМУЩЕСТВА ДЛЯ БАНКОВ

По действующему банковскому законодательству, банки не имеют права осуществлять прямых инвестиций в малые предприятия. Однако, для банков, имеющих дочерние SBICs, открывается возможность инвестирования в

[53] http://www.sba.gov

малый бизнес, т.к. банки могут вносить до 5% своего капитала в уставные фонды SBICs. Кроме того, банки могут вносить часть своей прибыли на счета SBICs, которыми они владеют частично или полностью.

ФИНАНСИРОВАНИЕ В ИНТЕРЕСАХ МАЛЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

Основной функцией SBICs является финансирование малых предприятий, поэтому SBICs обладают широкими регулирующими возможностями в выборе вариантов финансирования соответствующих тем или иным потребностям клиентов из числа малых предприятий.

КРЕДИТОВАНИЕ И ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

SBICs могут предоставлять долговременные кредиты для малых компаний в целях обеспечения финансовой устойчивости предприятий, для их развития, модернизации и расширения сферы деятельности. Любой SBIC может предоставлять кредиты самостоятельно или в кооперации с другими государственными или частными кредиторами. Кредиты SBIC для малых компаний, могут выдаваться под гарантии и должны быть обеспечены стоимостью залоговой собственности. Такие кредиты выдаются на срок до 20 лет, однако при определённых обстоятельствах, каждый SBIC может пересмотреть срок возврата кредита и даже продлить его ещё на 10 лет. Каждый SBIC может предложить заём для малых компаний в форме долговых обязательств. В таком случае под этот заём , малое предприятие выпускает долговые обязательства в форме ценных бумаг, которые могут быть конвертируемы в акции или могут обладать правом приобретения акций малых предприятий. Эти обязательства могут также обладать сроками амортизации или субординированными условиями.

ЛИЦЕНЗИОННЫЕ ТРЕБОВАНИЯ

Любая корпорация, общество с ограниченной ответственностью или товарищество на вере может обратиться в SBA за лицензией на право деятельности в качестве Федерального Сертифицированного Инвестиционного Оператора в соответствии с законом «Об инвестициях в малый бизнес от 1958 г.» (The Small Business Act of 1958), в соответствии с

действующими нормативными и регулирующими актами. Имеются два важнейших условия, влияющих на возможность получения лицензии на деятельность в качестве SBIC. Прежде всего, необходимо наличие высококвалифицированного управляющего персонала и обладание достаточным частным капиталом. SBA рассматривает, оценивает и подтверждает квалификацию состава будущего управленческого состава SBIC, его репутацию и достаточность частного капитала в их распоряжении. При удовлетворении всех этих требований, заявитель, в соответствии с правилами SBA, получает лицензию на право деятельности в качестве оператора SBIC. Получившие лицензию SBICs и успешно осуществляющие свою операционную деятельность, должны ежегодно сдавать финансовые отчёты и каждые два года подвергаться стандартному освидетельствованию представителями SBA. Кроме того требуется соблюдать все предписанные законодательством требования, нормативные правила и ограничения, связанные с инвестиционной и финансовой операционной деятельностью.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ SBIC

SBA, осуществляя процессы регулирования деятельности SBICs, стремится минимизировать своё участие в их повседневной операционной деятельности. Регулирующие функции SBA направлены, с одной стороны, на защиту интересов малого бизнеса и, с другой стороны, ориентированы на интеграцию деятельности различных программ для объединения усилий с целью повышения эффективности поддержки малых компаний. Вот почему SBICs могут осуществлять инвестиции только в малые предприятия, соответствующие квалификационным требованиям и определениям SBA. SBICs не могут производить инвестирование в следующие типы предприятий:

- в другие SBICs, в различные инвестиционные и финансовые компании или в компании по финансовому лизингу;
- в неиспользуемую или неисправную недвижимость, в компании, имеющие менее 1/2; собственности на территории США или осуществляющие менее

1/2; оперативной деятельности в США;
- в компании с пассивным ведением бизнеса или в компании с нерегулярной активностью (т.е. в компании, бизнес которых не осуществляется на периодической и постоянной предпринимательской деятельности);
- в компании, которые получают прибыль от торговли фермами или землями сельскохозяйственного назначения.

Ни один SBIC не имеет права заниматься самоинвестированием т.е. предоставлять преимущества или приоритеты своим соучредителям и партнерам. SBA достаточно чётко и широко определяет категорию таких партнёров, которая включают в себя:
- Акционеров этого SBIC из числа директоров, руководителей и наемных работников;
-Владельцы, ключевые фигуры и наёмные работники в некорпоративных SBIC.

Ни один SBIC не имеет права прямого или косвенного финансирования любого из соучредителей компании. Ни один SBIC не имеет права заимствования у тех малых предприятий, которые этот SBIC финансирует. Кроме того, SBIC не может получать займы от владельцев или руководящих работников таких компаний..

КОНТРОЛЬ

Всем SBIC не разрешено на постоянной основе контролировать работу малых предприятий или вмешиваться в их управление непосредственным либо косвенным образом. Также недопустимо контролировать работу малых компаний через посредство другого SBIC или через его учредителей. Только в определённых ситуациях SBA может разрешить какому либо SBIC осуществлять временный контроль за малой компанией, в целях защиты сделанных инвестиций. Однако, в этих случаях SBIC и малое предприятие должно иметь страховочный план изъятия капитала, утвержденный SBA.

ОГРАНИЧЕНИЯ

Без письменного разрешения SBA, ни один SBIC не имеет права

инвестировать в какое либо МП более 20% от своего собственного частного капитала в ценных бумагах, в обязательствах, и/или гарантиях.

СТОИМОСТЬ ФИНАНСОВЫХ УСЛУГ

Стоимость финансирования по кредитам SBIC и долговым обязательствам , предоставляемым малым компаниям, регулируется нормативами SBA и государственным законодательством (или законодательством штата), причём самая низкая стоимость финансов соответствует нормативам SBA.

ЗАПРЕТ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В НЕДВИЖИМОСТЬ

SBIC не имеют права производить инвестиции в земли с/х назначения, в необработанные и неиспользуемые земли, кладбищенские участки или земли под застройки, либо тем малым предприятиям. Исключения допускаются только в отношении компаний, не являющихся номинальными собственниками недвижимости (агентства недвижимости, брокерские и менеджерские конторы).

ЗАПРЕТ НА ПЕРЕКРЕДИТОВАНИЕ И НА РЕИНВЕСТИРОВАНИЕ

SBICs могут не предоставлять финансирования тем малым предприятиям, которые в предшествующие периоды своей деятельности были вовлечены непосредственно или косвенно в предоставлении финансов другим предприятиям, в выкупе долговых обязательств, в факторинге или лизинге оборудования на долгосрочной основе без обязательств по его обслуживанию и ремонту.

Однако, SBICs и SSBICs могут финансировать нерентабельные (убыточные) предприятия связанные с проблемами перекредитования и реинвестирования активов (кроме с/х кредитных компаний, а также тех банковских, сберегательных и кредитных институтов, которые не застрахованы в агентствах Федерального Правительства).

ПРОЦЕДУРЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ

В основном, инвестиционные фонды используются для приобретения ценных бумаг, при этом деньги направляются непосредственно малым предприятиям, которые выпускают эти ценные бумаги. Инвестиционные

капиталовложения не могут быть использованы для купли ценных бумаг уже выпущенных в обращение на фондовые рынки. Исключением могут служить:
- покупка ценных бумаг фондового рынка, которые необходимы для гарантирования финансовой устойчивости инвестируемых МП;
- в случае, когда ценные бумаги будут использованы для финансирования процедур смены владельца.
Разрешена покупка выставленных на публичные торги ценных бумаг малых предприятий только через компанию, выступающую гарантом в размещении этих ценных бумаг в течении всего периода времени их выпуска.
МИНИМАЛЬНЫЙ ПЕРИОД ФИНАНСИРОВАНИЯ
Предоставление кредита малому предприятию или погашение долга в счет выпущенных этим предприятием долговых обязательств должно осуществляться как минимум на период до 5 лет. Малое предприятие должно иметь право осуществлять предоплату стоимости кредита или долговых обязательств при приемлемых уровнях платы за их досрочное погашение. Предоставление кредитов и покупка долговых обязательств на сроки менее 5 лет, возможны только тогда, когда это необходимо для сохранения существующего финансирования или в ожидании предстоящего долгосрочного финансирования, либо в случае финансирования процедуры смены собственника.
ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ МЕРЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ
Наряду с вышеизложенными правилами, все SBICs обязаны соблюдать дополнительные требования, касающиеся их инвестиционной деятельности, операционной работы и отчетности. Следование установленным правилам и нормативным требованиям, гарантирует обеспечение продления действия лицензий SBIC и связанных с этим преимуществ.
ОСНОВНЫЕ УСЛОВИЯ ДЛЯ УЧРЕЖДЕНИЯ SBIC
- Наличие необходимого начального капитала, который составляет $5 млн. частного капитала ($10 млн. в случае если капитал состоит из ценных бумаг). Однако, в некоторых случаях SBA может потребовать

дополнительных капиталовложений, в зависимости от конкретных условий на рынках данной местности (региона), где планируется учреждение нового SBIC.

- К заявке на получение разрешения на учреждение SBIC, должен быть приложен хорошо структурированный бизнес-план. В нём должны быть детально рассмотрены планы инвестирования малых предприятий. Кроме того, должна иметься достаточная информация о предполагаемых типах инвестиций, видах производства, в которые SBIC планирует производить инвестирование, уровне развития инвестируемых предприятий, их географическое местоположения и другие важные факторы, касающиеся инвестиционной деятельности учреждаемого SBIC.

- Штат будущих руководителей компании должен обладать высокой квалификацией. Для получения лицензии SBIC, компания должна управляться менеджерами, которые действительно заинтересованы в обслуживании малых предприятий и обладают необходимым для этого опытом. Высококвалифицированные менеджеры должны иметь успешный опыт работы в течении ряда лет в области инвестирования различных предприятий, в частности предприятий с венчурной формой капитала. Также допустимо привлечение специалистов со схожим опытом работы и соответствующим образованием.

- Приступая к организации инвестиционной компании типа SBIC, необходимо запросить в SBA (сектор развития программ SBIC) опросный лист (анкету) по оценке квалификации штата менеджеров будущей компании. Кроме того, необходимо получить и ознакомиться с руководством для заявителя на получение лицензии SBIC, изучить регулирующие правила и нормативы SBA, а также знать «Закон об инвестировании малого бизнеса от 1958 г.» с последующими дополнениями и изменениями. Также необходимо ознакомиться с содержание web-сайта «SBIC Licenses» (Лицензирование SBIC) в котором детально изложена процедура получения лицензии на SBIC. При этом надо понимать, что SBA жизненно

заинтересована в привлечении целеустремленных и ответственных частных лиц и организаций к участию в расширении сети SBICs.
- Все соискатели лицензий SBICs могут лично входить в контакт со специалистами SBA по любым вопросам, касающимся подготовки необходимых для лицензирования документов. В связи со сложностью организации и деятельности SBIC, весьма желательны юридические консультации с экспертами SBA.
- Заполненный опросный лист (анкету) по оценке квалификации менеджеров и прилагаемые документы (бизнес-план и др.) необходимо направить в сектор развития программ SBIC инвестиционного отдела SBA (на дискете с приложением 2-х копий на бумаге).
- Специалисты по подготовке штата менеджеров для SBIC (Program Development Staff) рассмотрят представленный опросный лист по оценке квалификации менеджеров и представят его в Инвестиционный Комитет, входящий в состав инвестиционного отделения SBA.
- Инвестиционный Комитет ознакомится с присланным опросным листом по оценке квалификации менеджеров, после чего эта группа менеджеров может быть приглашена для собеседования и презентации в Инвестиционный Комитет. Если Инвестиционный Комитет сочтёт, что эта группа менеджеров пригодна для управления SBIC, то руководство компании будет приглашено для оформления Лицензии на право учреждения SBIC.
- Процесс рассмотрения заявки на лицензирование занимает достаточно много времени. Значительная часть этого времени, требуется для изучения биографий и послужного списка лиц, приглашенных в качестве совладельцев и менеджеров в создаваемый SBIC. В процессе рассмотрения заявки, при необходимости, SBA может письменно запросить дополнительную информацию. Быстрый ответ на запрос ускоряет рассмотрение заявки на лицензирование SBIC.

Огромную роль в обобщении опыта инвестиционного и венчурного финансирования малых предприятий играет Национальная ассоциация

инвевестиционных компаний США (The National Association of Small Business Investment Companies - NASBIC)[54] .Эта ассоциация уже более 40 лет представляет интересы инвестиционного и венчурного капитала на различных уровнях власти и пользуется заслуженным авторитетом в деловом сообществе США. Усилия NASBIC направлены на предоставление финансовых средств компаниям SBICs и венчурным институтам по низким процентным ставкам, что обеспечивает им возможность для долгосрочного инвестирования в новые и растущие малые предприятия. Ассоциация NASBIC играла ведущую роль в разработке «Закона о совершенствовании процедур акционирования малого бизнеса от 1992 г.» (The Small Business Equity Enhancement Act of 1992) и продолжает активно продвигать различные инициативы по совершенствованию действующего законодательства в отношении малого предпринимательства. Это позволило в значительной мере увеличить приток частного и государственного капитала в сферу малого бизнеса. Кроме того, NASBIC представляет и защищает интересы соискателей лицензий на создание как новых SBICs так и новых венчурных фондов. При этом учитывается мнение и интересы бухгалтеров, аудиторов, инвестиционных брокеров и многих других профессионалов, вовлеченных в инвестиционную деятельность. Для достижения лучших условий инвестирования в малый бизнес, NASBIC анализирует мнение всех членов ассоциации и формирует единую корпоративную стратегию действий на различных экономических и политических форумах.

[54] http://www.nasbic.org/

Приложение 2

СПИСОК ЛИСТИНГОВЫХ АГЕНТОВ ФБ ММВБ:

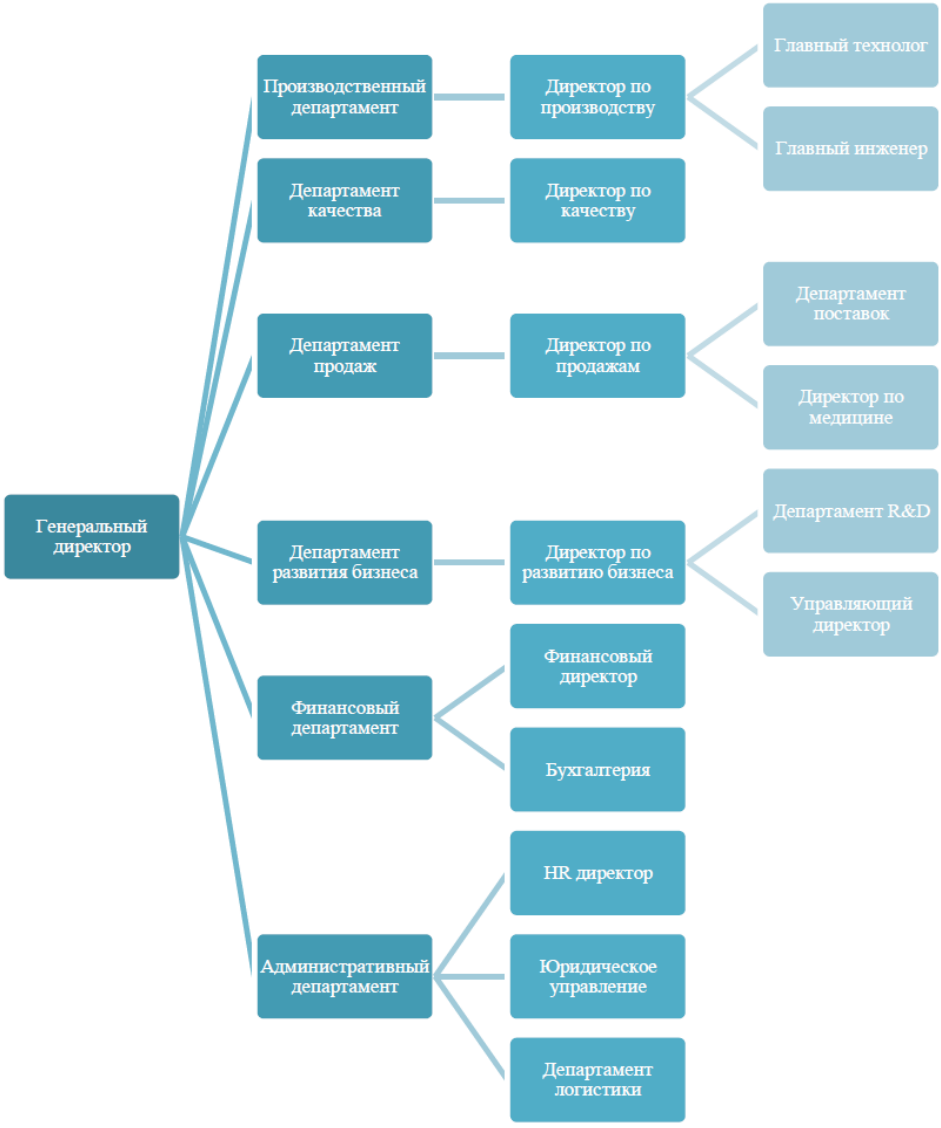
- ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ»
- ОАО «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ЕВРОФИНАНСЫ»
- ООО «ИФК «МЕТРОПОЛЬ»
- ОАО «Инвестиционная фирма «ОЛМА»
- ООО «Финансовая корпорация Открытие»
- ООО «Индексатлас»
- ЗАО «РЕГИОН Финансовые Консультации»
- ЗАО Инвестиционно-финансовая компания «РОЭЛ Капитал»
- ОАО «Инвестиционная компания РУСС-ИНВЕСТ»
- ЗАО «ИК «ТатИнК»
- ЗАО «ФИНАМ»
- ООО ФК «Русский инвестиционный клуб»
- ОАО «ИК «ДОХОДЪ»
- ЗАО «Дельта Менеджмент»
- ОАО «Торос Инвестментс»
- ООО «МаТИК. Яковлев и Партнеры»
- ЗАО «МауэрГруппРостов»
- ООО «МФЦ-КОНСАЛТИНГ»
- ЗАО «Аудиторско-консультационная группа «Развитие Бизнес Систем»
- ООО «Инвестиционная компания «СМ.арт»
- ООО «Группа Финансового Консультирования»
- ООО «Эссет Кэпитал Партнерс ГмбХ» (ФРГ)

ЗАО «Финансы М»

ООО “Адванс Капитал”

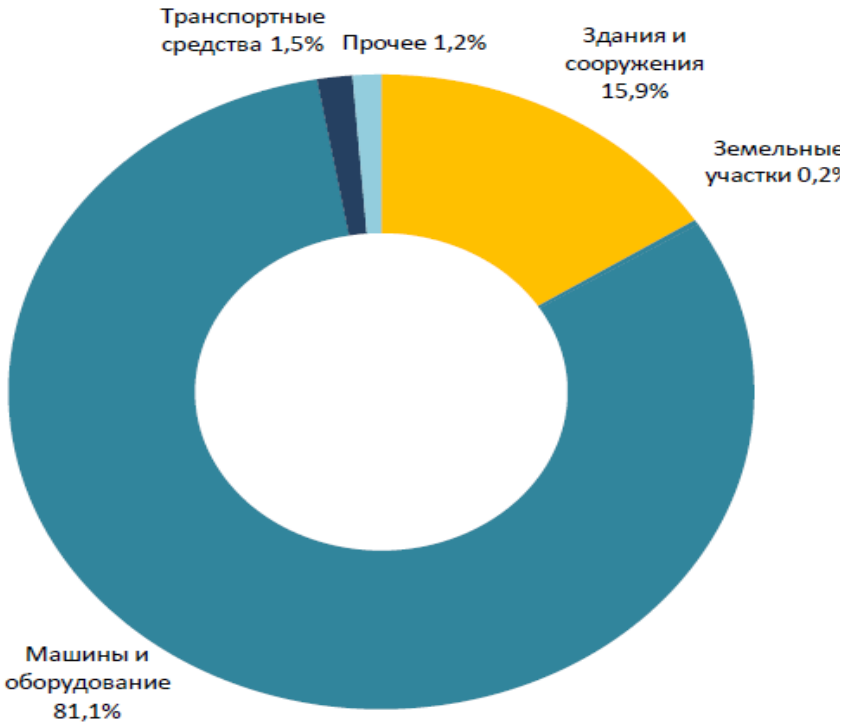
Источник: micex.ru/articles/file/2485/publica

Приложение 3



Приложение 4

Структура основных средств компании «Фармсинтез»



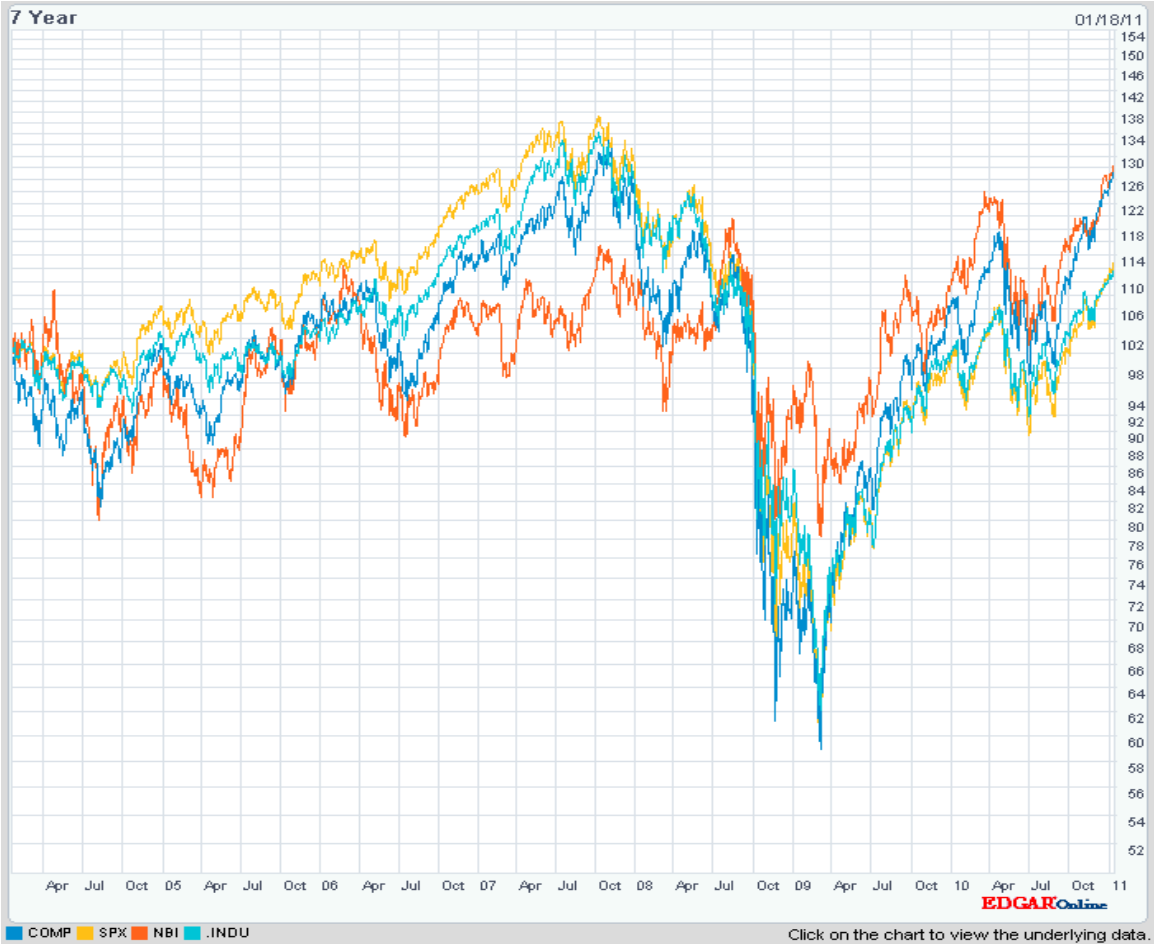
Приложение 5

Финансовые показатели компании «Фармсинтез»

Основные показатели, млн руб.	2006	2007	2008	2009
Структура доходов				
Существующий портфель	88%	77%	91%	69%
Contract manufacturing	11%	22%	8%	0%
Contract R&D	0%	0%	0%	31%
Прочие	0%	0%	1%	0%
Финансовые показатели				
Sales	147,65	172,50	179,95	228,40
EBITDA	39,72	50,46	39,79	35,28
EBIT	21,84	32,34	20,95	16,39
EBT	15,20	24,74	5,61	6,23
EAT	14,66	16,87	2,12	14,04
BV	240,54	263,80	265,85	270,42
Факторы формулы DuPont				
Чистая прибыльность (ROS)	9,9%	9,8%	1,2%	6,1%
Оборачиваемость активов	-	0,5	0,5	0,6
Мультипликатор собственного капитала	-	1,53	1,43	1,45
ROE	**-**	**7,0%**	**0,8%**	**5,3%**
Рентабельность EBIT	14,8%	18,7%	11,6%	7,2%
Оборачиваемость IC	-	0,7	0,7	0,8
1-tax	96,5%	100,0%	84,6%	100,0%
ROIC	**-**	**12,3%**	**9,3%**	**5,7%**
Рентабельность EBITDA	26,9%	29,3%	22,1%	15,4%
Леверидж				
Финансовый рычаг	0,1	0,0	0,1	0,1
Платежеспособность				
SR+LR Debt / EBITDA	0,6	0,2	0,6	0,6
EBIT / %	560	233	13	5

Приложение 6

Динамика индекса акций компаний биотехнологий



Приложение 7

Итоги инновационных IPO[55]

Компания	Объем привлечения (млн. руб.)	Дата размещения	Доля размещения (%)	Цена за акцию (руб.)			
				Размещение	Максимум	Минимум	Последняя
ИСКЧ	142,5	12.10.2009	20	9,5	24,595	9,2	12,7
ДИОД	297,38	6.23.2010	10	32,5	35,3	32	32,81
РНТ	300	7.7.2010	18	85,23	115,5	78,63	84,05
Фармсинтез (iФармсинтз / LIFE)	528	24.11.2010	30	24	24,55	21	23,14

[55] Источник: ММВБ, на 11.01.11

Приложение 8

Риски компании «Фармсинтез»

Внешние риски

- макроэкономические риски:

1. Длительный спад экономической активности. Для потребителей биотехнологических услуг такое развитие событий может обернуться частичным или полным отказом от покупки предлагаемых услуг и продуктов.
2. Падение мировых цен на основные позиции российского экспорта, ослабление реального курса рубля по отношению к мировым валютам, а также «слабость» денежной политики Минфина РФ могут стать неблагоприятными факторами ухудшения состояния российской экономики и развития в ней биотехнологической отрасли. Основные риски для компании в данном случае – удорожание импортных материалов и оборудования, замедление темпов внедрения новых инновационных технологий.
3. Рост мировых цен на ресурсы и укрепление реального курса рубля может привести к увеличению себестоимости и других расходов, однако при этом создаются предпосылки для увеличения выручки компании за счет большего потребления предлагаемых услуг и производимых продуктов.

- отраслевые риски:

1. Риск изменения конкурентной среды на соответствующих рынках сбыта компания оценивает как средний по причине наличия западных игроков с сильным направлением R&D. Однако этот риск нивелируется ценовым преимуществом препаратов «Фармсинтеза» по сравнению с западными аналогами. Кроме того, для минимизации этого риска, эмитент ведет политику постоянного контроля качества препаратов на всех стадиях

производства и стремится предоставлять максимально качественные препараты и услуги, повышая лояльность клиентов. Дополнительные инвестиции в развитие и профессиональная команда обеспечивают эмитенту долгосрочное преимущество над конкурентами.

2. Стратегия развития компании предполагает рост за счет экспансии в регионы РФ и страны СНГ, поглощений в Израиле и ЕЭС, поэтому возможны риски неудачной интеграции новых компаний и ошибки менеджмента.

3. При экспансии на перспективные зарубежные рынки существует риск задержки выхода на рынок. Причиной может быть непродуманный маркетинговый план или недостаточный уровень подготовленности компании. Данный фактор может увеличить финансовые и временные затраты компании и снизить результаты операционной деятельности.

4. Деятельность «Фармсинтеза» зависит от восприятия потенциальными клиентами Компании в целом, ее бренда, безопасности и качества препаратов. В данном случае негативное отношение к любому аналогичному продукту, предлагаемому другими игроками рынка, может косвенно затронуть репутацию и в конечном итоге деятельность «Фармсинтеза».

5. Вероятность возникновения новых препаратов-аналогов достаточно высока ввиду активной поддержки биотехнологической сферы государством и стимулирования инновационных разработок российскими фармацевтическими предприятиями. Однако «Фармсинтез» обладает временным преимуществом в связи с наличием производства полного цикла, соответствующего стандартам GMP, а также сильного перспективного портфеля.

6. Будущий успех компании зависит от ее способности совершенствовать существующие продукты и услуги и вовремя реагировать на появляющиеся технологические усовершенствования. Так, компания может в какой-то момент не суметь адаптировать свой продукт под новые

рынки и в будущем ей потребуется много времени, чтобы занять долю рынка, что может быть невозможным в условиях жесткой конкуренции.

7. Ограниченное предложение на рынке профессиональных узкоспециализированных медицинских специалистов может подталкивать вверх расходы на заработную плату. Вероятны активные действия других игроков рынка, направленные на наращивание своей доли за счет объединения совместных усилий. В этой ситуации компании может потребоваться дополнительное привлечение инвестиционных ресурсов для поглощений, разработки новых услуг и продуктов, а также более агрессивного маркетинга.

- Финансовые риски

1. Колебания обменных курсов могут оказывать влияние на результаты деятельности компании.

2. Анализ долгосрочной динамики инфляции в России показывает, что ее темпы снижаются. Тем не менее, краткосрочный рост инфляции может привести к опережающему росту себестоимости и прочих расходов.

- Риск ликвидности

1. Фундаментально компания выглядит привлекательной, но «малый» размер Компании и прогнозный небольшой free float могут наложить ограничения на уровень биржевой ликвидности. В этом случае понадобится некоторое время, чтобы действия, направленные на развитие рынка собственных акций принесли результаты. В этих целях эмитент планирует в ходе IPO привлечь широкий круг инвесторов и воспользоваться услугами маркет-мейкера.

- Прочие риски:

1. Несовершенство российской юридической системы и российского законодательства в определенных сферах (в т.ч. фармацевтике) создает элементы неопределенности для инвестиций и хозяйственной деятельности.

2. Усложнилась процедура проведения клинических испытаний и экспертизы, это может повлечь за собой увеличение времени прохождения

всех стадий при выводе препарата на рынок, рост связанных с этим расходов, а также негативно отразиться на ожидаемом денежном потоке.

3. Постановление Правительства РФ «О совершенствовании госрегулирования цен на ЖНВЛС» утвердило единую методику регистрации цен и формирования предельных оптовых и розничных наценок на препараты списка ЖНВЛС. Это создает более жесткие условия для ценообразования препаратов, попадающих в список ЖНВЛС, и ограничивает маржинальность продаж этих препаратов. Однако этот риск оценивается компанией как минимальный в силу структуры портфеля препаратов. [56]

Внутренние риски:

- Риски, связанные с деятельностью компании

1. Негативные результаты клинических испытаний могут затруднить проведение дальнейших исследований компании в виду регуляторных ограничений, а также в связи с трудностью в привлечении финансирования. Кроме того, процесс прохождения клинических испытаний долгий, трудоемкий и достаточно затратный, что может повлечь дополнительные операционные расходы компании, а также отодвинуть по времени получение патентов на препараты и их коммерциализацию. В свою очередь, это может ухудшить финансовое положение «Фармсинтеза» и снизить денежный поток от операционной деятельности.

2. Успешность международных клинических испытаний зависит от политических, экономических и социальных условий в целевой стране. Негативная политическая, экономическая либо социальная обстановка в стране может отложить либо вовсе отменить клинические испытания препаратов, что приведет к безвозвратным списаниям и упущенной выгоде «Фармсинтеза» в регионе и ухудшит финансовое положение компании.

---

[56] **Постановление Правительства** РФ №654 от 08.08.2009

3. Успешное прохождение всех фаз клинических испытаний также не гарантирует успешную коммерциализацию препаратов, т.к. препараты могут быть не восприняты рынком.

4. Успешность деятельности компании связана со строительством производства готовых лекарственных форм. Задержка строительства завода либо его полная отмена может негативно отразиться на финансовых результатах «Фармсинтеза» и снизить рентабельность деятельности. Финансирование строительства планируется осуществлять за счет средств, полученных в ходе первичного размещения акций компании, либо в случае неудачного размещения – за счет привлечения кредитных ресурсов.