Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый Университет при Правительстве Российской Федерации»
Кредитно-экономический факультет

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

_____
И.О. Фамилия зав. кафедрой

_____
(подпись)

«__» _____ _____ года

Выпускная квалификационная (бакалаврская) работа

Сониной Екатерины Андреевны

на тему:
«Отечественный фондовый рынок: состояние и перспективы развития с точки зрения реализации стратегии инновационного развития»

Направление 080100.62 – «Экономика»
Профиль подготовки – «Финансы и кредит»

Научный руководитель:

к.э.н., доцент Андрианова Л.Н.

(подпись)

_____
(подпись автора работы)

Москва – 2015

Оглавление

ВВЕДЕНИЕ 3
1. Теоретические аспекты выхода на фондовый рынок инновационных компаний 6
1.1. Инновационные компании и их место в отечественной экономике 6
1.2. Финансирование деятельности инновационных компаний 16
2. Практические аспекты функционирования фондового рынка с точки зрения реализации потенциала инновационных компаний 25
2.1.Функциональные возможности российского рынка инноваций и инвестиций 25
2.2. Динамика развития российского рынка инновации и инвестиций..... 32
2.3.Особенности и характеристики зарубежных биржевых площадок для инновационных компаний 36
3. Проблемы и перспективы реализации возможностей инновационных компаний на российском фондовом рынке 44
3.1. Проблемы реализации возможностей инновационных компаний 44
3.1.1. Локальные проблемы развития инновационных компаний..... 44
3.1.2. Глобальная турбулентность и динамика развития инновационных компаний 60
3.2.Перспективы российского фондового рынка для реализации возможностей инновационных компаний 63
ЗАКЛЮЧЕНИЕ 72
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ 77
ПРИЛОЖЕНИЯ 84

ВВЕДЕНИЕ

В соответствии со Стратегией инновационного развития России на период до 2020 г. предполагается, что «…инновационное развитие превратится в основной источник экономического роста, а экономический рост расширит возможности для появления новых продуктов и технологий, позволит государству увеличить инвестиции в развитие человеческого капитала»[1].

На заседании Госсовета 18.09.2014[2] года Президент В.В. Путин главной целью назвал использование одного из самых важных конкурентных преимуществ России – емкий внутренний рынок: заполнить его качественными товарами, производимыми реальными секторами отечественной экономики.

Несомненно, экономические санкции нарушили главный принцип, благодаря действию которого Россия и имеет интерес в развитии международных экономических связей – принцип равенства. Однако, как известно, именно ограниченность в ресурсах, нестандартные условия, в которых оказывается любой участник рынка, стимулируют его к генерированию новых идей, поиску новых путей, возможностей, инновационной деятельности. Это отличная возможность для совместных усилий власти и бизнеса в поиске новых точек роста и установлению контакта.

Актуальность данной дипломной работы обусловлена увеличением масштабов внешних и внутренних вызовов для России, требующих интенсификации усилий по решению проблем. Инновационное развитие экономики может способствовать предотвращению угрозы снижения значимости России в мировой политике. Формирование климата по привлечению инвестиций в инновации является одной из важнейших задач РИИ ММВБ. В сложившихся условиях неблагоприятной внешней конъюнктуры и оттока инвесторов с российского рынка наибольшее давление испытывают небольшие компании, на развитие которых и ориентирован сектор

[1] О Стратегии инновационного развития РФ на период до 2020 г.: распоряжение Правительства РФ [от 8 декабря 2011 г. № 2227-р] О рынке ценных бумаг :федер. закон : [от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ : в посл. ред. от 28 июля 2012 г.] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «ГАРАНТ.РУ».

[2] Заседание Государственного совета [Электронный ресурс]. – Режим доступа: кремльпрезидент.рф/blog/vstupitelnoe_slovo_na_zasedanii_gosudarstvennogo_soveta_18_sentjabrja_2014_goda_moskva_kreml/2014-09-30-156, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 18.09.2014.

РИИ ММВБ. Уровень развития рынка IPO зависит не только от количества компаний-эмитентов, но и в целом от развития инфраструктуры рынка.

Стратегия инновационного развития России на период до 2020 года задает субъектам инновационной деятельности долгосрочные ориентиры развития, ориентиры финансирования сектора фундаментальной и прикладной науки, и поддержки коммерциализации разработок. Цель данной выпускной квалификационной работы заключается в том, чтобы рассмотреть возможности фондового рынка как одного из инструментов достижения ориентиров, обозначенных в указанной Стратегии.

Для достижения цели необходимо решить следующие задачи:

- Исследовать значение инновационных компаний в развитии экономики России
- Проанализировать динамику инновационной активности
- Рассмотреть теоретическую сущность инноваций
- Проанализировать возможности финансирования инновационных компаний
- Рассмотреть возможности и состояние инфраструктуры для развития инновационных компаний
- Описать опыт зарубежных площадок, с которыми специалисты сравнивают РИИ ММВБ
- Выявить проблемы развития инновационных компаний, оказывающие влияние на развитие РИИ ММВБ в целом
- Рассмотреть перспективы развития инновационных компаний на отечественном фондовом рынке.

Объект исследования – инновационные компании и IPO как инструмент решения государственных задач: путь от государственного финансирования к частному. Постепенно нагрузка с бюджетных средств должна сниматься.

Выпускная квалификационная работа состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованных источников. В первой главе исследована роль инновационных компаний в отечественной экономике и рассмотрены

возможности финансирования деятельности инновационных компаний. Во второй главе описана инфраструктура для инновационных компаний, состояние российского рынка инноваций и инвестиций, зарубежный опыт функционирования специализированных площадок, с которыми сравнивается РИИ ММВБ. В третьей главе проанализированы проблемы, с которыми сталкиваются компании и инвесторы на рынке инноваций и инвестиций, и рассмотрены перспективы развития отечественного фондового рынка.

В ходе исследования применялись такие общенаучные методы познания, как синтез, индукция, метод обобщения, метод сравнения, метод графического анализа, а также логический метод познания. Использовались статистические методы исследования: метод группировок, статистический анализ, выборочное наблюдение.

Информационной базой исследования послужили труды специалистов-практиков, занимающихся вопросами развития инноваций, проблемами финансирования деятельности инновационных компаний. Кроме того, были использованы нормативные правовые акты Российской Федерации (Федеральные законы, Указы Президента, распоряжения Правительства Российской Федерации), государственные программы, представленные в сети Интернет материалы Всемирной федерации бирж (World Federation of Exchanges, WFE), данные Федеральной службы государственной статистики, данные официальных сайтов ведущих фондовых бирж мира, их презентации и правила листинга, результаты исследований PWC, Frost&Sullivan в сотрудничестве с Рынком инноваций и инвестиций Московской биржи и РВК, Открытые экспертно-аналитические отчеты о ходе реализации «Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года», материалы, изученные в процессе прохождения производственной практики в Минэкономразвития РФ, опубликованные мнения и оценки специалистов, расчеты автора.

1. Теоретические аспекты выхода на фондовый рынок инновационных компаний

1.1. Инновационные компании и их место в отечественной экономике

Перед Россией поставлены амбициозные, но достижимые цели долгосрочного развития: закрепление геополитической роли страны как одного из лидеров, определяющих мировую политическую повестку дня, обеспечение высокого уровня благосостояния населения. Переход экономики на инновационную социально ориентированную модель развития - единственный возможный способ достижения этих целей[3].

На данный момент Россия находится в сложной экономической ситуации, однако инновационный путь развития не должен быть исключен. Примером является мировой экономический кризис 2008-09 годов, осложнивший реализацию поставленных целей, в связи с которым сократились расходы частного бизнеса на инновации, и было замедлено развитие российской инновационной системы. Несмотря на данные последствия в Стратегии отмечено, что сложность экономической ситуации в краткосрочной перспективе не означает необходимость пересмотреть цели долгосрочного развития, а, наоборот, обусловливает повышение требований к качеству и темпу экономического развития в период до 2020 года. Таким образом, проблемы 2015 года не отменяют курс России на инновационное развитие экономики.

Масштабы внешних и внутренних вызовов для России увеличиваются и требуют интенсификации усилий по решению проблем. Ускорение технологического развития мировой экономики преобладает среди внешних вызовов. Не только страны - лидеры в сфере инноваций, но и многие развивающиеся страны, государства - участники СНГ становятся реальными конкурентами России.

---

[3]О Стратегии инновационного развития РФ на период до 2020 г.: распоряжение Правительства РФ [от 8 декабря 2011 г. № 2227-р] О рынке ценных бумаг: Федер. закон: [от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ : в посл. ред. от 28 июля 2012 г.] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «ГАРАНТ.РУ».

Неопределенность в развитии России резко повышается в связи с технологической революцией в альтернативной энергетике и ресурсосбережении, так как на мировых рынках в основе специализации России экспорт традиционных энергоносителей. Снижение цен на нефть уже привело к сокращению поступления в экономику России финансовых ресурсов, необходимых для модернизации, а появление технологий добычи углеводородов из нетрадиционных источников, развитие альтернативной энергетики, может привести к снижению спроса и, следовательно, может возникнуть угроза снижения значимости России в мировой политике.

США, Япония, государства - члены ЕС, а также Китай, Индия и Бразилия рассматривают инвестиции в технологическое развитие как ключевую антикризисную меру. Развитые страны направили десятки миллиардов долларов дополнительных инвестиций на развитие биотехнологий, информационных технологий, альтернативной и возобновляемой энергетики, медицины и атомной отрасли в рамках антикризисных мероприятий.

В сложной экономической ситуации 2015 года нужно учитывать, что сектора национальной экономики (электронная промышленность, авиастроение, космическая отрасль, судостроение), перспективные в плане повышения доли высокотехнологичного производства в ВВП и инновационного развития, оказались в числе наиболее пострадавших от кризиса 2008-09 гг. В целом в кризис удалось сохранить бюджетную поддержку данных секторов на приемлемом уровне, но достаточном лишь для обеспечения выживания основных предприятий. Для резкого повышения конкурентоспособности ее недостаточно. В мировом масштабе конкурентная борьба усиливается, прежде всего, за высококвалифицированную рабочую силу и инвестиции, привлекающие в проекты новые знания, технологии и компетенции, - за факторы, которые определяют конкурентоспособность инновационных систем.

Инновационной системой называется совокупность объектов и субъектов инновационной деятельности, взаимодействующих в процессе создания и

реализации инновационной продукции и осуществляющих деятельность в рамках проводимой государством политики в области развития инновационной системы[4].

В условиях низкой эффективности[5] инновационной системы в России увеличивается отток из страны идей и капитала, конкурентоспособных технологий, кадров. Изменение климата, старение населения, проблемы системы здравоохранения и проблемы обеспечения продовольственной безопасности в мировом масштабе - вызовы, с которыми сталкивается и Россия, и человечество в целом. Необходимость опережающего развития специфических направлений технологических разработок и научных исследований, включая новые технологии в сельском хозяйстве, экологически чистую энергетику, геномную медицину, продиктована данными вызовами.

В соответствии с The Global Innovation Index 2014 у России 49 место из 143 возможных (в 2013 году Россия находилась на 62 месте из 142 возможных[6]; в 2012 году - на 51 месте).

Startup Ecosystem Report 2012: Москва на 14 месте из 20 стран с самыми развитыми стартап – экосистемами (Приложение А).

На основе официальных статистических данных Федеральной службы государственной статистики автором произведены расчеты:

Внутренние затраты на исследования и разработки, в процентах от валового внутреннего продукта в целом по Российской Федерации практически не изменялись с 2010 по 2013 гг., однако размер ВВП увеличивался, поэтому тенденция к увеличению затрат на исследования и разработки сохранялась. Инновационная активность организаций увеличилась с 2009 по 2011 годы на

---

[4]Терминологический словарь [Электронный ресурс]: Федеральное государственное бюджетное научное учреждение "Научно-исследовательский институт — Республиканский исследовательский научно-консультационный центр экспертизы" (ФГБНУ НИИ РИНКЦЭ). – Электрон.дан. –Режим доступа:http://www.extech.ru/info/catalogs/terms/term_8.php#11, свободный. – Загл. с экрана.

[5]О Стратегии инновационного развития РФ на период до 2020 г.: распоряжение Правительства РФ [от 8 декабря 2011 г. № 2227-р] О рынке ценных бумаг: федер. закон : [от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ : в посл. ред. от 28 июля 2012 г.] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «ГАРАНТ.РУ».

[6]The Global Innovation Index 2013 [Электронный ресурс] – Электрон. дан. –Режим доступа:http://innovation.gov.ru/sites/default/files/documents/2014/25316/3922.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2014 г. [239]с.

1,1% и к 2013 году постепенно снизилась на 0,3 %. В частности, удельный вес организаций, осуществлявших технологические инновации, увеличился с 2009 по 2013 годы на 1,2% (до 8,9% в 2013) – затраты на технологические инновации стабильно увеличивались с 2009 по 2013 годы (итого в 2,8 раз). Удельный вес инновационных товаров, работ, услуг в общем объеме отгруженных товаров, выполненных работ, услуг к 2013 г. увеличился в 2,04 раза (9,2% в 2013г.) и показывал положительные темпы роста в течение 5 лет. Удельный вес организаций, осуществлявших экологические инновации, с 1,5 % к 2011 г. увеличился в 3,8 раз и к 2013 г. вернулся на уровень 2009 г. Число разработанных передовых производственных технологий новых для России увеличилось в 1,7 раз (до 1276 единиц) за 4 года (по видам экономической деятельности: добыча полезных ископаемых в 2,4 раза; обрабатывающие производства в 1,7 раз, в том числе металлургическое производство в 3,8 раз, производство машин и оборудования (без производства оружия и боеприпасов) в 2 раза, производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования в 2,2 раза; производство и распределение электроэнергии, газа и воды – в 7,6 раз, деятельность в области электросвязи в 3 раза; инженерно-техническое проектирование в промышленности и строительстве– в 2,6 раз. Число принципиально новых разработанных передовых производственных технологий в целом по Российской Федерации увеличилось за 4 года в 1,5 раз (до 153 единиц). Удельный вес инновационных товаров, работ, услуг в общем объеме отгруженных товаров, выполненных работ, услуг наибольший в Сахалинской области – 57,8, Архангельской области – 45,3, Республике Мордовия – 23,9, Самарской области – 22,9, Республике Татарстан - 21,1 (г. Москва – 15,3). По федеральным округам: Дальневосточный федеральный округ - 23,5, Приволжский федеральный округ - 14,2, Центральный федеральный округ - 11,4. В целом по РФ – 9,2.

Инновационные товары, работы, услуги, вновь внедренные или подвергавшиеся значительным технологическим изменениям в течение последних трех лет в целом по Российской Федерации в млн. руб. увеличились

в 3,1 раз за 4 года. Удельный вес внутренних затрат на исследования и разработки по приоритетным направлениям развития науки, технологий и техники, в общем объеме внутренних затрат на исследования и разработки в целом по Российской Федерации в 2013 составлял 65,5 %. Число разработанных нанотехнологий в целом по Российской Федерации с 2010 по 2013 гг. увеличилось (стабильно в течение 4 лет) в 1,9 раз. Число используемых нанотехнологий в целом по Российской Федерации увеличилось за тот же период в 2,6 раз. Инновационная активность организаций по субъектам Российской Федерации наивысшая в Чукотском автономном округе (25%), Магаданской области (24,6%), Республике Татарстан (21%), Республике Алтай (19,4%), Чувашской Республике (19,4%), в Москве 18,3%. Коэффициент изобретательской активности наивысший в Москве (8,02), Ивановской обл. (4,54), Республике Дагестан (4,01), Томской обл. (3,51), г. Санкт-Петербург (3,37).

Цифры показывают, что в России действует устойчивая тенденция к переходу (постепенному) на инновационный путь развития. Инновационная активность сконцентрирована не только в центре, но и в регионах. Необходимо интенсифицировать инновационное развитие отечественной экономики, принимая во внимание инициативу регионов. Потенциал есть.

Государство, в свою очередь, не только задает ориентиры развития, но и активно способствует интенсификации инновационной активности. В России действует госпрограмма «Экономическое развитие и инновационная экономика»[7], на подпрограмму которой «Стимулирование инноваций» в 2013 году было выделено 10 611 278,90 тыс. руб. (10,2% от общих затрат на по госпрограмме), в том числе 6 739 199,00 тыс. руб. на создание и развитие институтов и инфраструктур, обеспечивающих запуск и работу "инновационного лифта" (63,5% от затрат по подпрограмме); в 2014 году - 13 036 542,26 тыс. руб. на подпрограмму «Стимулирование инноваций» (6,9% от

[7] «Экономическое развитие и инновационная экономика»: госпрограмма [от 15.04.2014 № 316][Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс»Портал государственных программ РФ

общих затрат по госпрограмме), в том числе 7 955 702,70 тыс. руб. на создание и развитие институтов и инфраструктур, обеспечивающих запуск и работу "инновационного лифта" (61,02% от затрат по подпрограмме).

Инновационный лифт представлен следующим образом[8]:

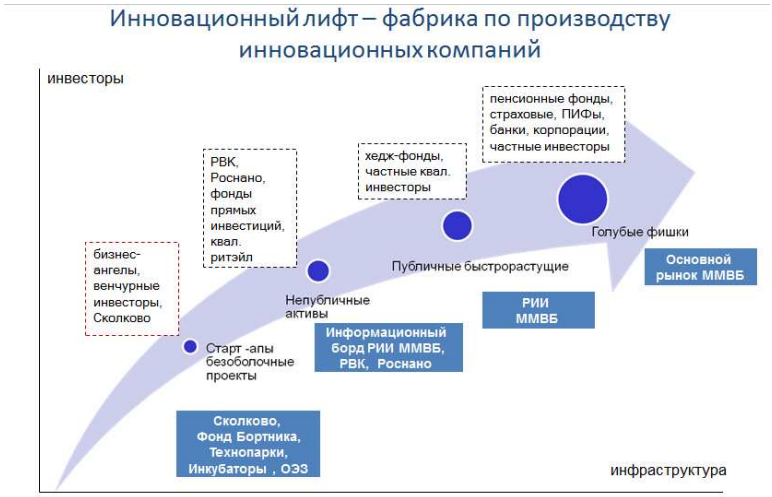

Рисунок 2 - Инновационный лифт.

Более того, инициативу проявляют и профессиональные объединения участников российского фондового рынка. Национальная фондовая ассоциация - Ассоциированный член ICMA, Член Европейской Федерации финансовых рынков – разработала Стратегию развития рынка капиталов – 2020[9]. Среди целей выделяют:

- увеличение долгосрочных инвестиций в модернизацию, в реальный сектор, в обеспечение устойчивого экономического роста. Для этого необходимо перейти (от спекулятивной модели финансового рынка) к модели, ориентированной на стимулирование и финансовое обеспечение устойчивого роста, модернизацию российской экономики. Потребности в финансировании быстрорастущих секторов экономики, высокотехнологичных отраслей, инновационного сектора должны быть покрыты по всем сегментам (с помощью венчурного финансирования, рынков компаний малой и средней

[8] «ММВБ – высокотехнологичная биржа для высокотехнологичных компаний» [Электронный ресурс]: презентация Геннадия Марголита, вице - президента ММВБ – Электрон.дан. –Режим доступа:fs.moex.com/files/984/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2011 год

[9] Стратегия развития рынка капиталов – 2020[Электронный ресурс]. – Электрон. дан. –Режим доступа:http://www.nfa.ru/docs/strategy2020.pdf , свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2011 г.

капитализации, рынков высокотехнологичных компаний, проектного финансирования на базе институтов развития).

-диверсификацию собственности в отечественной экономике, переход к массовой модели инвестирования в процессе формирования среднего класса. Данная цель может быть достигнута через расширение участия институциональных инвесторов, представляющих население (инвестиционные, пенсионные и благотворительные фонды, фонды целевого капитала, страховые компании) в акционерных капиталах; переход от «основанной на банках системы финансирования экономики» к смешанной модели, включающей основные элементы «основанной на рынке системы финансирования экономики».

Среди количественных целей развития рынка капиталов для перехода в кластер финансовых рынков «новых индустриальных экономик»: не менее 500 – 700 компаний средней и малой капитализации, акции которых обращаются на открытых рынках; - снижение уровня концентрации, олигополизации, присутствия государства до 30 – 40%.

Какие меры необходимо предпринять?

Сократить регулятивные издержки эмитентов, прежде всего в секторе компаний малой и средней капитализации (инновационный, быстрорастущий сектор российской экономики). Предотвратить концентрацию облегченных регулятивных режимов преимущественно на уровне крупнейших эмитентов.

Ввести обязательный листинг АО на ММВБ, если предоставляется государственное финансирование на цели исследований и развития, на капитальные вложения, осуществляется долговое финансирование с государственным участием (венчурные проекты (с последующим выходом малых компаний на капитализацию в сегменте высокотехнологичных компаний, инфраструктурные проекты).

В течение последних лет в отношении малого и среднего предпринимательства (МСП) в РФ было достигнуто главное – осознание значимости состояния и уровня развития МСП для качественного роста

российской экономики, его роли в решении поставленной задачи обеспечения структурной диверсификации и экономического развития страны по инновационному пути, предполагающему создание максимально благоприятных условий для предпринимательской инициативы[10]. Особое внимание уделяется поддержке МСП в высокотехнологичных секторах.

Комплексные инициативы, реализованные в РФ в 2008-12 годах и направленные на решение ключевых проблем бизнеса, позволили в некоторой степени смягчить неблагоприятные условия предпринимательской деятельности в кризисный и посткризисный период. Принципиальная позиция государства – использовать накопленный опыт поддержки МСП развитых стран, в которых качественный вклад МСП в развитие экономики выше, чем в текущий момент в РФ. Акцент делается на развитии инновационно-технологического потенциала МСП. Кроме того МСП должны являться одним из основных источников создания новых рабочих мест.

Среди факторов, влияющих на увеличение вклада субъектов МСП в отечественную экономику и количества малых инновационных предприятий, выделено облегчение процедуры получения патента для защиты интеллектуальной собственности с целью коммерциализации научных разработок.

Рассмотрим теоретическую сущность инноваций. Инновации определяют как нововведения в области организации труда и управления, технологии, техники, в основе которых использование передового опыта и достижений науки, а также использование этих новшеств в самых разных областях и сферах деятельности[11].

Инновация есть введение в употребление значительно улучшенного или нового продукта (товара или услуги) или процесса, нового метода маркетинга

---

[10]Подпрограмма «Развитие малого и среднего предпринимательства» госпрограммы "Экономическое развитие и инновационная экономика" [Электронный ресурс] – Электрон.дан. –Режим доступа: http://programs.gov.ru/Portal/programs/subActionsList?gpId=15&pgpId=14942B83-4764-49C6-9A47-6AD344905F42, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 15.04.2014

[11]Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь - 5-е изд., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2006. — 495 с. — ISBN 5-16-002705-X. [136]с.

или нового организационного метода в деловой практике, организации рабочих мест или внешних связях[12].

Инновации могут рассматриваться как процесс (изменения, направленные на разработку, освоение, распространение и использование новшеств) и как материальный продукт (отождествляются с новыми изделиями, материалами)[13]. В статистике рассматриваются затраты на организационные, маркетинговые и технологические инновации.

Определение инновационной компании-эмитента[14]:

Акционерное общество - субъект малого и среднего предпринимательства, ценные бумаги которого допущены к торгам на фондовой бирже в процессе их размещения или допущены к торгам на фондовой бирже в процессе их обращения, большая часть выручки которого формируется за счет осуществления им хозяйственной деятельности в отраслях, связанных с применением инновационных и высоких технологий, в том числе в одной или нескольких из следующих сфер деятельности: информационно-телекоммуникационные системы, интернет-технологии, биотехнологии, медицинские технологии и медицинское оборудование, индустрия наносистем и материалов, рациональное природопользование, авиационные и космические системы, энергетика и энергосбережение, безопасность и противодействие терроризму.

Инновационная продукция — результат инновационной деятельности (товары, работы, услуги), предназначенный для реализации.

Инновационной деятельностью признается выполнение работ и (или) оказание услуг, которые направлены на создание и организацию производства принципиально новой или с новыми потребительскими свойствами продукции

---

[12]Руководство Осло: рекомендации по сбору и анализу данных по инновациям. Совместная публикация ОЭСР и Евростата. Организация экономического сотрудничества и развития. М. : Статистическое бюро европейских сообществ, 2006. 192 с. ISBN 5-7602-0173-5. [55]с.

[13]Мухамедьяров, А. М. Инновационный менеджмент: учеб.пособие. – М.: ИНФРА-М, 2008. - 137 стр. - ISBN 978-5-16-003094-4 [10] с.

[14]Глоссарий инноваций [Электронный ресурс]: Единый информационно-аналитический портал государственной поддержки инновационного развития бизнеса. – Режим доступа: http://innovation.gov.ru/glossary, свободный.

(товаров, работ, услуг); создание и применение новых или модернизацию существующих способов (технологий) ее производства, распространения и использования; применение финансово-экономических, структурных, информационных, кадровых и иных инноваций (нововведений) при выпуске и сбыте продукции (товаров, работ, услуг), обеспечивающих экономию затрат или создающих условия для такой экономии[15].

В России выделены приоритетные направления развития науки, технологий и техники, а также составлен перечень критических технологий[16].

Особое внимание в настоящей работе мы уделяем биотехнологиям.

Мировой рынок биотехнологий, по экспертным оценкам, достигнет в 2025 году уровня в $2 трлн. Темпы роста по отдельным сегментам рынка колеблются от 5-7 до 30% ежегодно.

Доля России составляет менее 0,1% на рынке биотехнологий, а по таким сегментам, как биотопливо, биоразлагаемые материалы, практически равна нулю. Однако трудно переоценить важность биотехнологий для развития отечественной экономики. Невозможно без массового внедрения биотехнологий и биотехнологических продуктов осуществить модернизацию технологической базы современного промышленного производства. Более того, для целого ряда отраслей (лесной сектор, агропищевой сектор, ряд подотраслей химической и нефтехимической промышленности, фармацевтической отрасли и биомедицинского сектора здравоохранения) модернизация будет означать именно переход на биотехнологические методы и продукты.

В мире за прошедшие 20 лет созданы принципиально новые биотехнологии и продукты, а производство ранее существовавших было значительно оптимизировано. Россия почти не участвует в этом процессе. В результате более 80 % биотехнологической продукции, потребляемой в России,

---

[15]Терминологический словарь [Электронный ресурс]: Федеральное государственное бюджетное научное учреждение "Научно-исследовательский институт — Республиканский исследовательский научно-консультационный центр экспертизы" (ФГБНУ НИИ РИНКЦЭ). – Электрон.дан. –Режим доступа:http://www.extech.ru/info/catalogs/terms/term_8.php#11, свободный. – Загл. с экрана.

[16]Указ Президента РФ от 7 июля 2011 г. N 899 "Об утверждении приоритетных направлений развития науки, технологий и техники в Российской Федерации и перечня критических технологий Российской Федерации". Справочно-правовая система «КонсультантПлюс»: www.consultant.ru

приходится на импорт, а объемы потребления биотехнологической продукции остаются несопоставимо низкими по сравнению как с развитыми, так и с развивающимися странами. Исправить данную ситуацию призвана реализация Комплексной программы развития биотехнологий в Российской Федерации на период до 2020 года.

Таким образом, ускорение технологического развития мировой экономики является для России одним из важнейших внешних вызовов. Конкуренция усиливается и со стороны стран - лидеров в сфере инноваций, и со стороны многих развивающихся стран. Инновационное развитие является неотъемлемой частью процесса повышения конкурентоспособности России. Отечественные инновационные компании призваны составить достойную конкуренцию импорту и внести свой вклад в предотвращение угрозы снижения значимости России в мировой политике.

1.2. Финансирование деятельности инновационных компаний

Система финансирования инновационной деятельности должна быть гибкой и адаптивной к быстро меняющейся, турбулентной среде инновационных процессов.

Источники финансирования[17]:

- Госбюджетные средства (средства федерального бюджета, бюджетов субъектов и местных бюджетов)
- Внебюджетные средства, включая собственные средства компаний

В России основными инструментами бюджетного финансирования в сфере НИОКР являются:

- Долгосрочные целевые программы
- Целевые бюджетные фонды
- Непосредственное финансирование научно-исследовательских организаций

[17] Инновационный менеджмент. Учебник для бакалавров / Под ред. Горфинкеля В.Я., Попадюк Т.Г. – М.: Издательство "Проспект", 2014 г.- 483 с. – ISBN 978-5-392-11502-0. [156] с.

Основные внутренние источники финансирования инновационной деятельности организаций: фонд развития производства и фонд амортизационных отчислений.

За счет средств инвесторов финансирование инновационной деятельности осуществляется в форме:

- Прямых вложений в денежной форме, в виде ценных бумаг, основных фондов, промышленной и интеллектуальной собственности и прав на них, осуществляемых на основе заключения партнерских соглашений о совместном ведении инновационной деятельности;
- Инвестиций в ценные бумаги (акций, облигаций, векселей), эмитируемые субъектами инновационной деятельности;
- Кредитных инвестиций;
- Путем использования лизинга и иных способов привлечения инвестиций.

При финансировании инновационных проектов, реализация которых связана с неопределенностью коммерческого результата и особо высокими рисками, инновационные организации могут использовать различные формы кооперации, включая венчурные фонды, партнерские соглашения на всех стадиях разработки, освоения и внедрения инноваций.

Развитие индустрии венчурного капитала призвано способствовать привлечению внебюджетных средств в инновационную сферу. Венчурные фонды предпочитают вкладывать капитал в инновационные компании, акции которых не обращаются в свободной продаже на фондовом рынке, т.е. путем приобретения акций на внебиржевом рынке («прямые инвестиции»), а не через покупку акций на организованных фондовых рынках («портфельные инвестиции»). Венчурный капитал служит своеобразным мостом к выходу инновационной компании на фондовый рынок[18].

[18] А.В. Сурин, О.П. Молчанова Инновационный менеджмент: учебник МГУ им. М.В. Ломоносова. - М.: ИНФРА-М, 2008. - 368 с. - ISBN978-5-16-002086-0 [66]с.

Венчурный инвестор не преследует цель приобрести контрольный пакет акций. Риски обеих сторон оказываются справедливыми и все получают соответствующее вознаграждение, если инновационная компания в период нахождения в ней в качестве совладельца венчурного инвестора добивается успеха: стоимость в течение 5-7 лет увеличивается в несколько раз. Прибыль венчурного инвестора появляется при продаже пакета акций по цене, в несколько раз превышающей первоначальное вложение. Процесс продажи в венчурном бизнесе называется «выходом». IPO рассматривается как один из наиболее привлекательных вариантов выхода.

Существуют различные точки зрения по поводу привлечения инвестирования на различных стадиях развития компании. Например, по мнению начальника управления рынка инноваций и инвестиций, для небольшой компании во многих случаях нет иного выбора, кроме IPO: кредиты недоступны в связи с тем, что бизнес не имеет необходимого объекта залога и строится на нематериальных активах, или дороги. Фонды прямых инвестиций и венчурные фонды также не всегда являются достойной альтернативой, поскольку готовы войти в капитал компании целым рядом ограничений и значительным дисконтом. Также они ориентированы на приобретение контрольного пакета, что, очевидно, некомфортно основателям[19].

В теории же прописано, что все выходящие на фондовый рынок компании можно разделить на следующие группы[20]: крупные компании (активно вовлечены в международную торговлю), быстрорастущие компании среднего размера и малый инновационный бизнес. В учебном пособии говорится, что крупные российские эмитенты обычно предпочитают зарубежные торговые площадки для размещения своих акций, компании среднего бизнеса могут ориентироваться на российские биржи, а представители

[19] Д. Пряничников Мини-IPO на ММВБ: новые возможности привлечения капитала для малого и среднего бизнеса // Журнал "Рынок Ценных Бумаг Online». – Режим доступа: http://www.rcb.ru/ol/2011-01/92186/, свободный. – Размещ. 5.09.2011

[20]Никифорова, В.Д. Рынок ценных бумаг: учебное пособие / В.Д. Никифорова – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2010. – 160с. - ISBN 978-5-7310-2564-5 [68] с.

малого бизнеса могут рассчитывать преимущественно на услуги внебиржевого рынка.

Согласно классической теории венчурного инвестирования, инновационный проект на пути от идеи до ее коммерциализации последовательно проходит этапы: посев, стартап, начальное расширение, быстрый рост[21].

На практике экосистема развития предпринимательства включает пищевую цепочку от бизнес-ангелов и венчурных фондов до публичных первичных размещений. Возможности привлечения средств, исходя из определения конкретной стадии развития бизнеса, обсуждались на круглом столе «Инновационный лифт: от стартапа до IPO. Диалог бизнеса и институтов развития», организованный ОАО «Московская Биржа»[22].Для получения первых 5 млн. руб., необходимо подать заявку в «Фонд предпосевных инвестиций», и доказать, что разработка или проект достойны реализации. Эксперты имеют различные точки зрения о целесообразности существования данных фондов, но практика показывает положительные результаты. Например, рожденный в Санкт-Петербурге «Фонд предпосевных инвестиций» за 2 года проинвестировал 14 компаний. Одна из них уже достигла того уровня развития, когда Фонд, продав свою долю, может вернуть вложенные всего 2 года назад средства (слова исполнительного директора Фонда). Следующим этажом инновационного лифта является венчурное инвестирование. На данном этапе необходимы достаточные обороты: компания должна быть привлекательной для инвестирования. Капитализация должна составлять более 500 млн. долларов и наличие партнеров (а также указание в заявке о планах выхода на биржу) обязательно, по словам Д. Булавина, генерального директора

[21] «Россия: курс на инновации» [Электронный ресурс]: Открытый экспертно-аналитический отчет о ходе реализации «Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года». – Электрон.дан. – №1. - Режим доступа:http://innovation.gov.ru/sites/default/files/documents/2014/20216/3525.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2013 год.

[22]«Инновационный лифт: от старт-апа до IPO. Диалог бизнеса и институтов развития»[Электронный ресурс]:Круглый стол в рамках Петербургского международного инновационного форума, организованный ММВБ. – Электрон.дан. – Режим доступа:http://gov.spb.ru/gov/otrasl/c_industrial/news/39283/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2.10.2013.

информационной системы IPOboard.Для выхода на публичный рынок (высший этаж инвестиционного лифта) нужно расти не менее 10 лет и изначально иметь четкую цель: выход в «голубые фишки».

С 2012 года компании имеют возможность разместить информацию на портале www.IPOboard.ru. Приветствуются даже start-up проекты. Основные требования к компаниям: вовлеченность в инновационную деятельность, организационно-правовая форма ОАО, ООО, ЗАО, Web-сайт, в планах должно быть привлечение капитала от 200000 (300000) до 4000000(5000000) $, а в перспективе – выход на IPO. В проекте IPOboard участникам предлагаются различные уровни развития компаний. Для start-up компаний предлагается размещение данных о компании и поддержка ментора (наставника, консультанта), который не осуществляет финансовые вложения, но оценивает идею, помогает с разработкой бизнес-плана, стратегии развития компании. Ментор помогает с проведением переговоров и привлечением инвесторов. Как правило, 5% доли в проекте является доходом ментора. Следующий уровень является основным и на нем работа борд-проводников обязательна. Компании данного уровня нуждаются в больших финансовых вложениях, здесь необходимо привлекать венчурные фонды. И последний этап – pre-IPO (далее только IPO). Стадии подготовки к pre-IPO: диагностика, преобразование, подготовка к размещению. К основным требованиям данного уровня относятся: информационный меморандум, повышение капитализации до 5 млн. долларов и более, заключение борд-проводников об оценке, регулярное раскрытие информации. Существуют специальные программы поддержки компаний перед выходом на IPO. Например, осуществляется pre-IPO кредитование на сумму не более 10 млн. руб. на срок не более 2 лет по льготной ставке (10-12%): 2/3 средств Московского фонда развития венчурного инвестирования и 1/3 средств инвесторов. Контрагентом выступает листинговый агент (в качестве инвестора либо привлекает внешних инвесторов). Также осуществляется 2-ой вариант: партнерская программа с банком «Финам» по кредитованию IT-компаний под залог акций.

Кроме того, ЗАО «Банк ФИНАМ» самостоятельно предлагает корпоративным клиентам preIPO-кредитование - уникальный для российского банковского сектора продукт[23]. Предложение действует для непубличных российских компаний, планирующих проведение IPO на ММВБ в течение предстоящего года, под залог акций данных компаний, и дает возможность улучшить финансовые показатели будущего эмитента, что повысит его стоимость перед IPO. Немаловажен тот факт, что ни к наличию международной отчетности, аудиторского заключения «большой четверки», ни к структуре бизнеса не предъявляются жесткие требования. Минимальная сумма кредита — 3 млн. руб., процентная ставка - от 18% годовых.

Государство также поддерживает потенциальных эмитентов - предоставляет инновационным компаниям субсидии с целью развития инновационного предпринимательства в РФ. Инновационная компания, субъект МСП, получает субсидию (компенсация 50% расходов - не более 5 млн. руб.) на возмещение расходов, осуществляемых при выведении ценных бумаг в сектор РИИ ММВБ. Расходами признаются денежные затраты на подготовку для государственной регистрации эмиссионных документов, на оплату услуг профучастника РЦБ, листингового агента фондовой биржей, депозитария и фондовой биржи, на проведение аудита и составление финансовой отчетности эмитента по МСФО. Работает ли данная схема и нужны ли эмитентам субсидии? Финансовый директор ОАО "Левенгук" Татьяна Крылова отметила, что определенную роль в решении компании выйти на биржу сыграла возможность получения субсидии на покрытие части расходов[24]. В целом она охарактеризовала IPO как сложный и трудоемкий процесс.

Субсидии на поддержку и развитие МСП позволяют компаниям возместить значительную часть издержек, связанных с допуском ценных бумаг

[23]«preIPO – кредитование» [Электронный ресурс]: кредитование юридических лиц ЗАО «Банк ФИНАМ». – Электрон.дан. –Режим доступа: http://finambank.ru/legal/credits/preipo/, свободный.
[24]Истории успеха [Электронный ресурс]: государственная поддержка эмитентов. – Электрон.дан. – Режим доступа:http://moex.com/s744, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 28/09/14.

к торгам[25]. Предоставление подобных субсидий - безусловно правильное и необходимое решение со стороны государства, так как благодаря ему акционерные инновационные компании, относящиеся к МСП, минимизируют достаточно высокие затраты, связанные с оформлением допуска ценных бумаг к торгам, что способствует развитию самого РЦБ за счёт увеличения количества эмитентов.

Таким образом, мы рассмотрели основной путь к IPO в России. Однако теоретически компании могут выбрать и вариант привлечения финансирования за рубежом. Уйдут ли компании на зарубежные площадки? На российском рынке есть все, что и на западных площадках, но на западных нет всего, что есть на российском (в журнале РЦБ опубликовано сравнение, проведенное профессором НИУ «Высшая школа экономики» И. Родионовым, заместителем начальника управления РИИ ММВБ А.С. Меньшиковой[26]). Например, компания «Левенгук» рассматривала вариант IPO на европейских биржах, но затраты на подготовку были слишком высоки. (Для выхода на AIM и получения соответствующей поддержки – привлечение брокеров, юристов - необходимы слишком большие затраты). В результате компания разместила акции на РИИ ММВБ. По мнению руководства компании, есть два основных преимущества выхода на биржу. Во-первых, независимая оценка деятельности компании, акции можно заложить банковским структурам с целью получения дополнительного оборотного капитала. Во-вторых, компания становится прозрачной, когда акции котируются на бирже, значит, шансы на успешный выход на зарубежные рынки увеличиваются.

Однако возможно ли на практике финансирование, отличное от этапов развития инновационной компании на пути к IPO? Банковское кредитование рассматривается традиционно. В 2013 году 1 млн. $ в РОСБАНКЕ могли получить ИП или предприятие (представитель малого бизнеса) или компания,

[25] Там же, интервью с главным бухгалтером ОАО "Вторресурсы"

[26] И. Родионов, А.Меньшикова. Развитие биржевых площадок для инновационных компаний: Россия и мировой опыт // Журнал «Рынок ценных бумаг» – М., 2013. – № 1. – С. 18-22

принадлежащая сектору среднего бизнеса[27]. «Устойчивое финансовое состояние заемщика» являлось ключевым условием предоставления кредита. Для получения соответствующего финансирования требовался залог активов компании или товарно-материальных запасов (а также личного имущества учредителей и фактических собственников бизнеса). Ограничения по целевому использованию кредита не устанавливались. Таким образом, банки финансируют бизнес, когда у предпринимателей есть достаточная залоговая масса, обеспечение, но чаще всего именно это и становится преградой[28]. Была поставлена цель решить эту задачу - создано Агентство кредитных гарантий, значительно расширяющее гарантийные возможности предпринимателей.

Скептически в России относятся к микрофинансированию. Однако есть данные о достойном развитии данного источника для МСП. На круглом столе "Микрофинансирование как эффективный инструмент поддержки субъектов МСП в России: перспективы развития" решался вопрос увеличения размера микрозайма для бизнеса[29]. Уровень 3 млн. руб. (ранее 1 млн.) – приемлемый с точки зрения и ЦБ РФ и в Минфине РФ. Законодательно возможно закрепление понятия "бизнес-МФО".

Действующие институты развития способны проводить эффективную политику государственной поддержки субъектов МСП за счет отработанных схем работы, глубокого понимания потребностей рынка. В настоящий момент для МСП Банка безусловный приоритет представляют люди, внедряющие современные технологии в производство, делающие инновационные проекты.[30]. По мнению руководителя МСП Банка, полноценные институты

---

[27]А. Хвостиков Компании МСБ выходят из тени // «Рынок ценных бумаг». – М., 2013. - № 1. С.25-26

[28]«Кредитование МСП – перспективный источник развития банковской системы» [Электронный ресурс]: открытая дискуссия с Президентом Ассоциации российских банков Г. Тосуняном». – Электрон.дан. – Режим доступа: http://arb.ru/arb/press-on-arb/garegin_tosunyan_kreditovanie_msp_perspektivnyy_istochnik_razvitiya_bankovskoy_s-9840105/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 09.09.2014.

[29]Е. Носкова Понятие "бизнес-МФО" может быть закреплено законодательно // Российская Бизнес-газета №995 (16). – С.11.

[30] С. Крюков Господдержка малого бизнеса должна идти по каналам институтов развития // Журнал МСП Банка «Истории успеха» – М., 2014. – № 3(17). – С.6-8

развития вполне способны выполнить задачу обеспечения государственной поддержки субъектов МСП.

Таким образом, в России существуют как варианты развития инновационных компаний вне биржевого рынка, так и варианты финансирования на различных этапах инновационного лифта на пути к IPO. В условиях нынешней политической и экономической ситуации риски выхода компаний на IPO высоки и готовность инвесторов в данное время вкладывать в развитие компаний денежные средства под сомнением. Однако трудности не отменяют курс России на инновационное развитие. Необходимо помнить, что определенных успехов уже удалось достичь. Например, к 2013 году IPO на РИИ ММВБ проводились более активно, чем на основной площадке[31]. Инновационная активность и центра, и регионов постепенно увеличивается. Государство разработало целый комплекс мер, способствующих переводу отечественной экономики на инновационный путь развития. Необходимо продолжать поддерживать компании, которые выбрали свой путь по ступеням инновационного лифта, видят конечную цель в виде выхода на IPO, но оценивают свои возможности на данный момент как недостаточные для столь серьезного шага и решают отложить выход на IPO.

[31]В. Кочетков Инновации без инвестиций // «Рынок ценных бумаг». – М., 2013. - № 2. – С. 13-14.

2. Практические аспекты функционирования фондового рынка с точки зрения реализации потенциала инновационных компаний

2.1. Функциональные возможности российского рынка инноваций и инвестиций

Построение инновационной экономики невозможно без прочного фундамента — инновационной инфраструктуры.

Инновационная инфраструктура - «совокупность организаций, способствующих реализации инновационных проектов, включая предоставление управленческих, материально-технических, финансовых, информационных, кадровых, консультационных и организационных услуг[32]».

Основные направления развития инфраструктуры инновационного сектора: разработка и совершенствование нормативно-правового механизма инновационной деятельности, методов ее стимулирования; создание системы комплексного развития производства, повышение конкурентоспособности наукоемкой продукции и ее экспорта; развитие системы информационного обеспечения, системы экспертизы, сертификации и продвижения разработок; оказание финансовой поддержки; совершенствование правовой защиты коммерчески значимых результатов интеллектуальной деятельности, оценка стоимости и введение в оборот нематериальных активов; создание системы подготовки и переподготовки кадров обеспечения инновационной деятельности; маркетинг научных разработок и объектов интеллектуальной собственности, обеспечение маркетинговой поддержкой на всех стадиях процесса коммерциализации.

Предполагается взаимодействие биржевых институтов, органов управления федеральных целевых программ, ориентированных на развитие системы исследований и разработок и инновационной активности, заинтересованных федеральных органов исполнительной власти, институтов развития и научных фондов.

---

[32]"О науке и государственной научно-технической политике": Федеральный закон: [от 23.08.1996 N 127-ФЗ (ред. от 22.12.2014, с изм. от 20.04.2015)] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

Постепенное увеличение объема частных инвестиций в инновационных проектах, реализуемых с использованием государственных средств (совершенствование механизмов выхода государственных институтов развития из инновационных проектов, увеличение требований по привлечению частного капитала к вновь создаваемым с участием государства венчурным фондам) – одно из основных направлений развития финансовой инфраструктуры поддержки инновационных проектов.

Стратегией предусмотрено создание фондов прямых инвестиций в инновационные проекты и предприятия высокотехнологичных секторов экономики; обеспечение эффективной координации институтов развития для формирования системы обеспечения необходимого уровня поддержки на всех стадиях инновационного процесса. Выстраивание цепочки непрерывного финансирования должно сопровождаться совершенствованием распределения отраслевых и технологических приоритетов деятельности институтов развития и разграничением их компетенции по типам финансируемых инновационных проектов.

В соответствии со Стратегией инновационного развития,первые продажи ценных бумаг, долей в уставных капиталах инновационных компаний, в которые были осуществлены посевные инвестиции обществом с ограниченной ответственностью "Фонд посевных инвестиций Российской венчурной компании" и открытым акционерным обществом "РОСНАНО" были запланированы на 2014 год.

В целях обеспечения координации деятельности институтов развития в 2010 году была инициирована разработка многостороннего соглашения[33] о взаимодействии институтов развития и заинтересованных организаций в сфере обеспечения непрерывного финансирования инновационных проектов малых и средних предприятий на всех стадиях инновационного цикла.Участниками

[33] «Соглашение о взаимодействии институтов развития и заинтересованных организаций в сфере обеспечения непрерывного финансирования инновационных проектов на всех стадиях инновационного цикла» [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.rvca.ru/rus/about/agreements/development-institutes/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 6.04.2010

данного соглашения стали ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа», государственные институты развития (ГК «Внешэкономбанк», ОАО «Роснано», ОАО «РВК», ОАО «Российский банк развития», Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере), некоммерческие организации («ОПОРА РОССИИ», Российская ассоциация венчурного инвестирования) и Федеральное агентство по делам молодежи. Позднее в число участников соглашения вошли Фонд «Сколково» и Агентство по стратегически инициативам.

Соглашение стало основой организационного механизма, который позволяет оперативно осуществлять обмен информацией по реализуемым проектам и выбирать для каждого проекта инструмент поддержки, наиболее подходящий для данной стадии развития инновационной компании.

Ключевые функции участников соглашения, осуществляемые в рамках взаимодействия, заключаются в следующем:

- привлечение частных инвестиций в проекты, поддержанные финансовыми институтами развития (ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа», Российская ассоциация венчурного инвестирования);
- оказание финансовой поддержки инновационным проектам на разных стадиях их осуществления (применительно к государственным институтам развития – ГК «Внешэкономбанк», ОАО «Роснано», ОАО «РВК», Фонд Сколково, ОАО «Российский банк развития», Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере);
- поиск перспективных для реализации инновационных проектов и представление их на рассмотрение другим участникам соглашения (Федеральное агентство по делам молодежи, «ОПОРА РОССИИ», Российская ассоциация венчурного инвестирования, Агентство стратегических инициатив);
- выработка единых подходов к отбору, экспертизе, структурированию и реализации инновационных проектов (все стороны соглашения).

ОАО «Роснано» использует механизм соинвестирования. Фокус компании – проекты в области нанотехнологий, в том числе из сферы наномедицины. Кроме того, ОАО «Роснано» содействует трансферу зарубежных технологий и инвестирует в иностранные компании при условии осуществления части их деятельности на территории России.

ОАО «РВК» выполняет ключевую роль в предоставлении финансирования проектам на самых ранних этапах развития (посевной и предпосевной), что исключительно необходимо для стартапов в области биотехнологий, где цикл окупаемости гораздо длиннее по сравнению с другими отраслями.

Каждый из институтов развития оказывает поддержку в рамках «инновационного лифта» на соответствующей стадии инновационного цикла в зависимости от мандата деятельности института развития и его назначения. В 2011 к Соглашению присоединился Фонд развития Центра разработки и коммерциализации новых технологий (цель: оказание грантовой поддержки резидентам инновационного центра «Сколково»), в 2012 — Российский фонд технологического развития, предоставляющий льготное заемное финансирование НИОКР и организационно-управленческую поддержку проектов в ходе их реализации на стадиях расширения и роста инновационных компаний.

Практический эффект от реализации соглашения заключается, прежде всего, в том, что для перспективных проектов, получивших государственные гранты на стадии разработки, значительно упрощается процедура привлечения инвестиций следующего раунда.

В соответствии с Соглашением о взаимодействии институтов развития и заинтересованных организаций в сфере обеспечения непрерывного финансирования инновационных проектов на всех стадиях инновационного цикла ЗАО «ММВБ» с целью обеспечения привлечения частных инвестиций в инновационные компании и реализации предложенных сторонами инновационных проектов, организовало рынок инноваций и инвестиций ММВБ

- совокупность финансовых инструментов, биржевых механизмов и технологий по привлечению инвестиций в инновационные компании малого и среднего бизнеса.

ЗАО «ММВБ» должно, используя сеть региональных листинговых агентств, обеспечить инфраструктурную поддержку инновационных компаний в целях подготовки потенциальных эмитентов к размещению на РИИ ММВБ; осуществлять взаимодействие с инновационными компаниями, предоставляя им организационную и информационно-аналитическую поддержку в процессе подготовки к размещению и обращению ценных бумаг.

С июля 2009 года на Московской Бирже действует Рынок Инноваций и Инвестиций (РИИ) – биржевой сектор для высокотехнологичных компаний, созданный в партнёрстве с ОАО «Роснано». РИИ для биржи – стратегический приоритет.

Цели Рынка Инноваций и Инвестиций[34]:

· создание прозрачного механизма привлечения инвестиций в высокотехнологический сектор экономики России;

· выстраивание инвестиционной цепочки: от финансирования инновационных компаний на ранней стадии до выхода на биржевой рынок;

· развитие концепции государственно-частного партнёрства.

В координационный совет вошли представители институтов развития, законодательной власти, профессиональных ассоциаций, профильных министерств и ведомств.

К компаниям предъявляются следующие требования. Рыночная капитализация должна составлять 50 млн. руб. и более для акций, депозитарных расписок на акции, ценных бумаг иностранных эмитентов. Существуют критерии, одному из которых компания должна соответствовать: осуществлять производство продукции, оказывать услуги, производить и (или) применять технологии, которые входят в перечень приоритетных направлений развития

[34]Презентация РИИ ММВБ [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://moex.com/s25, свободный. – Размещ. апрель 2015

или в Реестр инновационных продуктов, технологий и услуг, рекомендуемых к использованию в РФ; осуществлять инвестиции в высокотехнологичные и инновационные компании и проекты наноиндустрии; получить финансирование (иное содействие) со стороны одной из таких организаций, как ОАО «Роснано», ОАО «РВК» (фондов, сформированных ОАО «РВК»), Фонд «Сколково», Фонд «ВЭБ Инновации», Фонд Развития Интернет-Инициатив, Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере, Российский фонд технологического развития; осуществлять хозяйственную деятельность с применением инновационных подходов и технологий. Для облигаций, биржевых облигаций необходим кредитный рейтинг одного из рейтинговых агентств, объем выпуска 1 млрд. руб. и более, кроме эмитентов, акции которых уже включены в Сектор РИИ. Для акций и депозитарных расписок на акции необходимо заключение договора с Листинговым агентом на срок не менее 1 года, если рыночная капитализация менее 10 млрд. руб. Инвестиционный меморандум необходим для облигаций и биржевых облигаций и для акций и акций иностранных эмитентов – если рыночная капитализация менее 1 млрд. руб. Также необходимо заключения Листингового агента с обоснованием оценки рыночной капитализации для акций и депозитарных расписок на акции, если капитализация менее 10 млрд. руб.

Выход на РИИ позволяет привлечь инвесторов, получить рыночную оценку стоимости активов, улучшить прозрачность и увеличить стоимость компании, получить торгуемые акции - инструмент для проведения сделок M&A и использования в качестве залогов, привлечь кредитные ресурсы по более низким ставкам.

РИИ ММВБ предоставляет возможности выделиться среди других компаний; привлечение целевой группы инвесторов; повышенное внимание, PR, GR; поддержку со стороны институтов развития; получение компенсации издержек по выходу на рынок; налоговые льготы для инвесторов (налог на прирост капитала по нулевой ставке).

По мнению экспертов, эмитенты, вышедшие на IPO в секторе РИИ, выделяют следующие «побочные» позитивные эффекты публичности:

- существенное повышение узнаваемости бренда, способствующее дополнительному продвижению продукта;
- облегчение взаимодействия с поставщиками и контрагентами, в т. ч. с западными партнерами (статус публичной компании для них - неоспоримый «знак качества»);
- появление объективной рыночной оценки стоимости компании и объекта залога в виде торгуемых акций, что способствует упрощению работы с банками и снижению процентных ставок;
- улучшение финансового менеджмента и управления компанией (в процессе консолидации отчетности и формирования новой корпоративной структуры перед IPO многие компании впервые четко стали понимать стратегические цели, повысили эффективность управления внутренними ресурсами, системно исследовали и оптимизировали структуру себестоимости).

В начале 2012 года был запущен проект IPOboard — электронная информационно-торговая система для привлечения капитала непубличными компаниями инновационного сектора экономики, планирующими впоследствии выход на биржу[35]). Сегодня на IPOboard зарегистрировалось более 300 инвесторов (венчурные фонды, частные квалифицированные инвесторы) и более 208 инновационных компаний. IPOboard тесно сотрудничает с институтами развития: ОАО «РВК», Фондом «Сколково», ОАО «Роснано». Миссия IPOboard - повышение доступности венчурного, институционального и частного капитала для наиболее перспективных инновационных компаний малой и средней капитализации, в том числе, имеющим перспективу выхода на IPO, а также формирование широкой базы инвесторов для данных компаний.

Задачи IPOboard:

[35]Электронная информационно-торговая системаIPOboard [Электронный ресурс]– Режим доступа: http://www.ipoboard.ru/, свободный.

- Поиск инновационных компаний, обладающих высокой степенью инвестиционной привлекательности и информационной открытости.
- Обучение российских инновационных предпринимателей навыкам привлечения долгосрочного капитала.
- Подготовка компаний к выходу на организованный рынок ценных бумаг (IPO).
- Формирование широкой инвесторской базы для инновационных компаний.
- Формирование долгосрочной потенциальной базы эмитентов РИИ ММВБ (Приложение Б).

2.2. Динамика развития российского рынка инновации и инвестиций

Показатели биржевого оборота (turnover velocity) по эмитентам РИИ существенно превышают аналоги на иностранных торговых площадках (Приложение В).

Статистика сектора РИИ ММВБ такова:

За 2011 совокупные данные сектор не предоставляет. Сгруппированные данные представлены в приложении Г. В 2011 г. капитализация эмитентов сектора «Информационные технологии и медиа» составляла 8048 млн. руб., капитализация ОАО «Армада» была наибольшей - 4 311 млн. руб. Капитализация эмитентов сектора «Биомедицина и фармацевтика» составляла 3849 млн. руб. Компания ОАО «Диод» обладала наибольшей капитализацией 2 041 млн. руб. Всего было 3 компаний в секторе. Также были представлены эмитенты секторов «Химическая отрасль» (179 млн. р.) и «Плазменные технологии» (714 млн. р.). Общая капитализация составляла 35.7 млрд. руб. Допуск к торгам был у 10-ти российских эмитентов акций и 7-ми венчурных фондов.

За 2012 год общая капитализация компаний-эмитентов на конец года — 38,62 млрд. руб. (около $1,24 млрд.); совокупный годовой объем торгов в секторе — 13,95 млрд. руб. (рост на 50% по сравнению с 2011 годом);

суммарный объем привлеченных средств на 6 проведенных IPO — свыше 750 млн. руб. Допуск к торгам был у 18-ти российских эмитентов акций и 8-ми закрытых фондов. 32% - доля сектора «Энергетика и энергоэффективность», 21,7% - «Информационно-телекоммуникационные системы», 21,5% - «Информационные технологии». «Биотехнологии и медицинские технологии» – 10%.

В 2013 году к торгам в секторе РИИ Московской биржи были допущены 26 эмитентов акций,9венчурных фондов, 5 эмитентов облигаций и 1 эмитент американских депозитарных акций (ADS).Сектор «Авиационные и космические системы» составлял 50%, «Чистые технологии и новые материалы» - 14%, «Интернет технологии» - 13%, «Биотехнологии и медицинские технологии» - 9%.

В 2014 году к торгам допущены 22 эмитента акций, 8 венчурных фондов, 10 эмитентов облигаций, 1 иностранный биржевой инвестиционный фонд, 1 эмитент американских депозитарных акций (ADS). «Биотехнологии и медицинские технологии» - 24%, «Энергетика и энергоэффективность» - 24%, «Интернет технологии» -17%.

Апрель 2015 год- состав участников торгов не изменился. Капитализация 139,43 млрд. руб., объем торгов по итогам 2014 г. 30 млрд. руб. (объем торгов акциями увеличился в сравнении с 2013 годом на 41%, облигациями – на 160%).

По состоянию на май 2015 года на РИИ допущены к торгам 18 российских эмитентов акций, 2 иностранных эмитента (тип инструмента: ADS и ETF), 5 российских эмитентов облигации, 8 венчурных фондов.

На IPOboard зарегистрировано 224 компании, 310 инвесторов; 17 компаний привлекли инвестиции, 3 компании провели IPO, 1 компания провела SPO .

Состояние биржевых площадок принято измерять динамикой их индексов и историями успеха отдельных эмитентов, которые находят

отражение в росте котировок[36]. Индекс «ММВБ инновации» на бирже стали рассчитывать с конца 2009 года, и с тех пор он упал почти на 73,2% (изменение максимального значения с 01.01.2010 по 01.05.2015) или 69,7% (изменение минимального значения с 01.01.2010 по 01.05.2015).

Рассмотрим доходность для инвесторов. Информация по двум эмитентам, исключенным из сектора, будет рассмотрена в третьей главе настоящей работы. Обратив внимание на компании, акции которых размещены в секторе РИИ ММВБ более 5 лет, поскольку, по мнению многих экспертов, цикл развития инновационной компании составляет 5-7 лет. Компания ОАО «ИСКЧ» разместила акции в 2009 г. Годовая доходность составляла 30,5% (2012 г.) и 37,2% (2013 г.), до 2011 г. и после 2012 г. значения были отрицательные. ОАО "Медиахолдинг": сентябрь 2008 г. цена 13,8 р., май 2015 г. 0,17 руб. значения ежегодной доходности отрицательные. ОАО "Диод": 29,6 руб. 2010 г. и 4,2 руб. Апрель 2015 г., ежегодная доходность отрицательная. ОАО «Фармсинтез»: 24,15 руб. в 2010 г., годовая доходность была положительная лишь в 2013 г . (3,2%), в 2015 г. цена 12,15 руб. ОАО "ДЗРД": с 2013 г. по 2015 г. доходность 19,7%, 35,2%, 80,9% соответственно. С 2010 г. акции были размещены по цене 2460 р., в апреле 2015 г. цена 1628 руб. ОАО "ОАК": на основе расчета доходности по кварталам в связи с датой допуска 17.04.2014 г. значения -11,3%, 70,2%, 68,4%.

В связи с планами по развитию международного сотрудничества биржевых площадок и взаимодействия с зарубежными институциональными инвесторами (рассмотрены в перспективах) рассчитаем доходность ценных бумаг иностранных эмитентов на российском рынке. КИВИ ПиЭлСи (QIWI Plc): по кварталам -9,7%, 28,8%, -26,8%, 25,4%. FinExMSCIUSAITUCITSETF: по кварталам 24,5%, -1,8%, 15,8%, 78,5%, -19,1%.

Исходя из анализа составленной автором таблицы (Приложение Д), отражающей срок развития компаний до IPO и выручку за последний год перед

[36]http://www.ipoboard.ru/ru/page/pochemu_rossiiski_indeks ПОЧЕМУ РОССИЙСКИЙ ИНДЕКС ИННОВАЦИОННЫХ КОМПАНИЙ ОТКАЗЫВАЕТСЯ РАСТИ

IPO, сделаны выводы: средний срок функционирования компании до IPO – 11,5 лет, средний размер выручки до IPO361 593 462 руб. (при расчете я исключила эмитентов с выручкой > 1 млрд. руб.). Если не исключать - 14 171 888 471 руб. (в соответствии с размером выручки ОАО «ОАК» 220 065 000 000 руб. на офиц. Сайте http://www.uacrussia.ru/ru/investors/reports/) или 1 938 653 176 руб. (в соответствии с размером выручки ОАО «ОАК» 12100000000 руб. в официальных новостях о компании).

Рассмотрим затраты на размещение на РИИ ММВБ. Если капитализация ОАО «ОАК» составляла 22819 млн. руб. на 31.03.2014 (второй уровень листинга), а дата допуска к торгам 17.04.2014, то в соответствии с калькулятором ММВБ, размещение: 0 руб., включение: 100 000 руб., поддержание: 163 138 руб. в год. Подготовка эмиссионных документов для государственной регистрации, оплата услуг профессионального участника РЦБ, листингового агента, фондовой биржи и депозитария, проведение аудита и составление финансовой отчетности по МСФО – основные виды расходов, 2/3 которых (не больше 5 млн. руб.) компенсируются субсидиями.

В следующем параграфе мы рассмотрим основные характеристики зарубежных специализированных площадок для размещения с целью провести соответствующее сравнение.

В целом можно констатировать факт: за последние шесть-семь лет в России при активном участии государственных институтов развития в общем сформировалась, окрепла система финансирования инновационных проектов на всех этапах их развития — от посева до превращения в публичную компанию с помощью биржевых механизмов, которые позволяют привлекать акционерный капитал[37]. Роль государства и его институтов развития в действующей системе сводится к координации, «расшивке» узких мест, дополнительной капитализации системы в целом, а также концентрации ресурсов на

[37]«Россия: курс на инновации» [Электронный ресурс]: Открытый экспертно-аналитический отчет о ходе реализации «Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года». – Электрон.дан. – №1. – Режимдоступа:http://innovation.gov.ru/sites/default/files/documents/2014/20216/3525.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2013 год.

приоритетных направлениях развития науки и техники. В рамках «инновационного лифта» создан механизм обмена информацией о перспективных инновационных проектах, налажена «передача» таких проектов от одного института развития к другому, происходит «стыковка» сферы исследований и разработок с бизнесом.

2.3.Особенности и характеристики зарубежных биржевых площадок для инновационных компаний

Важность малых и средних предприятий (МСП, SME) для экономического роста является общепризнанным фактом[38]. МСП являются жизненно важными для создания рабочих мест и вносят значительный вклад в ВВП. Одной из основных проблем для малого и среднего бизнеса является финансирование. Источниками денежных средств для МСП могут быть друзья, семья, венчурные капиталисты, внебиржевые фондовые рынки и банки. Еще один вариант для МСП, приобретающий все большее внимание мировой общественности – ориентированные на малые и средние предприятия площадки фондовых бирж.

Хотя традиционное мышление подсказывает, что публичные фондовые рынки являются наиболее подходящими для зрелых компаний, есть успешные примеры, такие как TSX Venture Exchange, которые предлагают доступ к капиталу на самых ранних стадиях жизненного цикла компаний с микро капитализацией. Листинг на TSXV является правильным выбором для небольших и ранней стадии развития компаний, желающих получить доступ к публичному венчурному капиталу для содействия их росту. Эмитенты на TSXV обеспечены возможностью получить твердые позиции на публичном рынке с перспективой перехода на TSX (senior exchange) и получения доступа к более крупным пулам капитала.

[38] T. Kloet, K. Cowan / PublicEquityMarketsandEarlyStageCompanies [Электронный ресурс]:TheWorldFederationofExchanges. – Электрон.дан. –Режим доступа: http://www.world-exchanges.org/insight/views/public-equity-markets-and-early-stage-companies, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2012 г.

С целью обеспечить еще большую гибкость для МСП, на TSX Venture Exchange внедрили инновационный проект – Capital Pool Company (CPC), с помощью которого проводятся небольшие IPO (до $5,000,000, то есть до 250,000,000 руб.) силами менеджмента и спонсоров. Таким образом, ценные бумаги включаются в число торгуемых на TSX Venture, и компании дается 24 месяца для осуществления возможного слияния с компанией (anactive business), соответствующей стандартам допуска ценных бумаг на фондовую биржу. Все операции на CPC (от привлечения средств до их освоения в течение 24 месяцев) жестко регламентированы. На сегодняшний день более 2200 CPCs сформированы и котируются на TSX Venture, из которых около 80% были успешно объединены с active companies и полноценно включены в списки TSX Venture или Toronto Stock Exchange.

На TSX Venture,по состоянию на 2012 год, было зарегистрировано 2250 эмитентов с дополнительными 200, вышедшими на NEXboard (инфраструктура для компаний, которые не соответствуют стандартам листинга на TSX Venture, но в остальном соответствуют стандартам управления и раскрытия информации). На NEX, как правило, осуществляются «обратные захваты»[39] (reverse takeovers) - слияния компаний, не имеющих значительных собственных активов (“shell”) с более ценными стабильно функционирующими компаниями.

Эффективность TSX и TSXV мирового класса. В 2013 году TSX и TSXV по-прежнему превосходили ряд канадских и глобальных ориентиров по листингу, рыночной капитализации и объемам торгов. TSX и TSXV являются значительными рынками для международного капитала[40].

На основе Приложения Е (табл. 3) получаем следующие данные по состоянию на 2015 год: на TSXV размещены акции 2141 компании. Рыночная стоимость (QuotedMarketValue) - 1390,2 млрд. руб. Средняя рыночная капитализация (AverageMarketCapitalization) - 651 млн. руб. Среднее

[39]Reverse take-over "обратное" поглощение (напр., небольшая компания поглощает более крупную, частная - публичную и т. д.).
[40]TMXGrouphttp://www.tsx.com/

финансирование (AverageFinancing) - 100,8 млн. руб. 20 компаний стали «выпускниками» TSXV и перешли на TSX (за год). (Приложение Е.4) Объем торгов (Volume) 3,517,349,162, что на 5,3% меньше показателя 2014 г. Value $1,197,973,608. Количество сделок (Transactions) 455,476. Значение индекса (S&P/TSXVentureCompositeIndexClose) снизилось на 44% за год. Среднедневные значения: объем торгов (Volume) 167.5 млн., Value 2850 млн. руб., 21689 сделок (Transactions).

Рассмотрим затраты. Фактические затраты изменяются в зависимости от характера и сложности сделки, но следующие диапазоны могут быть полезны в качестве общего руководства: возьмем минимальные значения. В соответствии с приложением Е (Таблица Е.5), на TSXV минимальные затраты 5’375’000 руб. и до 12% комиссии андеррайтеров.

Другие сборы, которые следует рассмотреть: плата за услуги Комиссии по ценным бумагам; агентское вознаграждение, геологические или технические отчеты, составление отчетов об оценке, IR, расходы на печать и перевод, страхование ответственности директоров и сотрудников.

Компании должны также планировать текущие расходы, связанные с листингом: стоимость рассмотрения Комиссией по ценным бумагам подачи требования, поддержание комиссий и дополнительных сборов листинг биржи, услуги юридические, бухгалтерские, печати и, возможно, расходы на перевод, необходимые для подачи периодических, квартальных и годовых отчетов.

Кроме того, руководителям потребуется значительное время (помимо выполнения обычных обязанностей), чтобы контролировать ход подготовки этих документов, и генеральный директор и финансовый директор должны гарантировать точность финансовой отчетности. Компания также должна обеспечить эффективность внутреннего контроля – может потребоваться дополнительное привлечение персонала или аутсорсинг.

Итак, основные преимущества TSXV:доступ к капиталу для компаний ранней стадии развития (финансирование от 25 млн. руб. до 1 млрд. руб.);обширная программа наставничества для новых публичных компаний;

упрощенный, хорошо налаженный переход на TSX; история функционирования; требования к корпоративному управлению и листинговые требования приспособлены для компаний с малым уровнем капитализации; экономически эффективная стартовая площадка для международных компаний, желающих включить ценные бумаги в число торгуемых на качественном североамериканском рынке.

Международный список размещений TSX Venture продолжает расти, на момент 2012 года было 157 международных размещений.

Наконец, основная мера успеха площадки для МСП: с 2000 года, примерно 540 TSX Venture компаний перешли на Toronto Stock Exchange, с дополнительными 110, которые начали на TSX Venture и впоследствии были приобретены компанией или прошли слияние с эмитентами Toronto Stock Exchange. «Выпускники» TSX Venture сейчас составляют около 25 процентов компаний, включенных в TSX Composite Index (эталона для Канады).

Отметим, что наш интерес к TSX Venture основан не только на ее успешном функционировании с точки зрения Всемирной федерации бирж и приведении ее в пример остальным специализированным площадкам, но и на том, что представители ММВБ сравнили РИИ по показателям биржевого оборота (turnover velocity) с вышеописанной площадкой (Приложение В). Также в сравнении участвовали NYSE MKT и AIM. Рассмотрим их с целью сравнить по другим показателям все три специализированные площадки с РИИ ММВБ.

NYSEMKT - торговая площадка для компаний с небольшой капитализацией. Компании, акции которых размещены на данной площадке, имеют преимущество полностью интегрированной торговой платформы, которая сочетает проверенную технологию с человеческим участием и надзор назначенных маркет-мейкеров. Эмитенты NYSEMKT имеют доступ к глобальному брендингу и не имеющему себе равного сочетанию идейных лидеров и информации рынка капитала.

Первоначальные стандарты листинга отражены в Приложении Ж (табл.6)[41]. Обратим внимание: минимальная цена установлена для каждого стандарта и равна 150 руб. для 1,2,4 и 100 руб. для 3-го. В соответствии со стандартом 1, доход до уплаты налога на прибыль (в последний финансовый год или в два из последних трех) должен составлять $750,000 (37500000 руб.). Ограничения по капитализации устанавливаются для 3 и 4 стандартов: 2’500’000’000 руб. и 3’750’000’000 руб. Требование к истории существования (2 года) предъявляется только во втором стандарте. Необходимо соответствовать по критерию Public shareholders (минимум 400), Public Float (минимум 500000 акций), ежедневный объем торгов в течение 6 месяцев лишь в одном варианте из трех возможных ограничен: 2000 акций. (Приложение Ж, таблица Е.7)

Рассмотрим затраты. (В том числе для non-U.S. компаний действуют). Размещается менее 5000000 акций - 2’500’000 руб., от 5,000,000 до 10,000,000 акций – 2750000 руб., 10,000,001 - 15,000,000 акций - 3000000 руб., больше 15000000 акций - 3500000 руб. (Приложение Ж, таблица Ж.8)

Следующей рассматриваемой площадкой является альтернативный инвестиционный рынок (AIM), функционирующий на Лондонской фондовой бирже. Площадка предназначена для менее крупных быстроразвивающихся компаний. К основным требованиям относятся[42]: наличие уполномоченного консультанта на момент и после листинга на постоянной основе, необходимо предоставить финансовую отчетность за последние 3 года (или за срок существования компании), заявление с подтверждением достаточности оборотного капитала. Важно заметить, что нет требований к минимальной рыночной капитализации, к выручке и к минимальной доли акций в публичном обращении, а также отсутствуют особые нормативные требования к

[41]NYSEMKTCompanyGuide[Электронный ресурс]. –Режим доступа: http://wallstreet.cch.com/MKTtools/PlatformViewer.asp?SelectedNode=chp_1_1_1&manual=/MKT/CompanyGuide/mkt-company-guide/, свободный. – Загл. с экрана.

[42] Листинг на Лондонской фондовой бирже [Электронный ресурс]: руководство для эмитентов, составленное консультантами PWC. –Режим доступа: http://www.pwc.com/en_UA/ua/services/capital-markets/assets/ua_successful_listing_in_london_rus.pdf, свободный. – Размещено 2013г.

корпоративному управлению после размещения. В 2012 году наибольшее количество компаний (210) обладали капитализацией $10-25 млн., 188 компаний – $25-50 млн.,130 компаний обладали наименьшей капитализацией – до $2 млн. и лишь 2 компании – капитализацией более $2000млн.

Таким образом, можно сравнить рассмотренные зарубежные площадки с РИИ ММВБ. Самые минимальные затраты на РИИ 263 138 руб. (2/3 компенсируется, до 5 млн. руб.) и зависят от капитализации компании, на TSXV – 5’375’000 руб., на NYSEMKT - 2’500’000 руб. и зависят от количества размещаемых акций. Капитализация РИИ - 139,43 млрд. руб. (18 эмитентов акций), TSXV – 1390,2 млрд. руб. (2141 эмитентов акций). На РИИ ММВБ минимальная капитализация компании – 122 млн. руб., максимальная – 22,4 млрд. руб. (установленное ограничение – минимум 50 млн. руб.), на TSXVсредняя рыночная капитализация – 651 млн. руб., на NYSEMKTограничения по капитализации устанавливаются лишь для двух стандартов: 2,5 млрд. руб. и 3,75 млрд. руб. На NYSEMKT для первого стандарта доход до уплаты налога на прибыль должен составлять 37’500’000 руб., а на РИИ средняя выручка эмитента до IPO – 1’938’653’176 руб., но ограничения не устанавливаются. На AIM ограничений ни по капитализации, ни по выручке нет. Обратим внимание: на NYSEMKT установлена минимальная цена для каждого стандарта (от 100 до 150 руб.), на остальных площадках ограничений нет. Также на TSXV существует требование обеспечить эффективность внутреннего контроля, на остальных площадках оно не устанавливается. Среднее финансирование на TSXV – 100 млн. рублей (к примеру, компания ОАО «ДИОД» привлекла 397 млн. руб., ОАО «РНТ» - 300 млн. руб., ОАО "Платформа ЮТИНЕТ.РУ" – 390 млн. руб.).

Важным показателем, на наш взгляд, является переход 20-ти компаний на основную площадку за год (за 12 лет – 540), поскольку достигли определенного уровня развития. К сожалению, несколько компаний покинули сектор РИИ в связи с проблемами, а не с «взрослением». Отметим, что российский индекс инноваций многие эксперты критикуют за падение на 71,5%. При этом

значение индекса (S&P/TSX Venture Composite Index Close) снизилось на 44% за год и сектор достаточно эффективным.

Также особенное отличие в том, что CPCs и reverse takeovers рассматриваются (не только TSXV, но и Всемирной федерацией бирж) как альтернативные пути к IPO. Возможно, необходим особенный менталитет для того, чтобы данные инструменты были приемлемы и широко востребованы.

В целом необходимо учитывать, что TSXV существует с 2001 года и является объединением региональных фондовых рынков Канады, AIM – с 1995 года, NYSEMKT образовалась в результате ребрендинга и имеет историю существования, превышающую историю существования РИИ ММВБ.

Рассмотрим также характеристики специализированной площадки Гонконгской фондовой биржи с целью рассмотрения теоретических основ для определения перспектив сотрудничества с Китайской Народной Республикой (глава 3 настоящей работы). Гонконгская фондовая биржа имеет специализированный сектор растущих компаний(GEM)[43], ориентированный на фирмы, имеющие значительный потенциал роста, но не отвечающие требованиям основной площадки. К компаниям предъявляются менее жесткие требования. По состоянию на 2015 год рыночная капитализация компаний должна составлять не менее 660 млн. руб. (HK$100million), денежный поток от операционной деятельности должен составлять не менее 132 млн. руб. за два года (HK$ 20million), менеджмент компании не должен меняться за два предыдущих года, собственники – за год, акционеров должно быть более 100[44].

Бухгалтерская отчетность должна быть составлена в соответствии с Финансовыми стандартами Гонконга либо в соответствии с МСФО. Она должна быть представлена, по крайней мере, за 2 финансовых года, предшествовавших выпуску проспекта эмиссии.

---

[43]"Китай: дорога на фондовый рынок"[Электронный ресурс]:аналитический отчет ОАО "Инвестиционной компании "Еврофинансы». – Электрон.дан. –Режим доступа: http://www.fcsm.ru/document.asp?ob_no=90257, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 06.02.2012.

[44]ListingRequirementsandProcedures [Электронныйресурс]: TheHongKongStockExchange (HKEx).–Режимдоступа: http://www.hkex.com.hk/eng/listing/listreq_pro/ListReq.htm, свободный.–Размещено 2015 г.

Понятие «признанной юрисдикции» введено Гонконгом для упрощения допуска иностранных эмитентов на биржу. Так, если эмитент зарегистрирован в одной из «признанных юрисдикций», ему не потребуется в процессе листинга доказывать, что законодательство страны его местонахождения соответствует требованиям Гонконга о защите прав акционеров. Россия пока не входит в состав «признанных юрисдикций». Несмотря на это, в 2012 году на процедуру листинга на Гонконгской фондовой бирже в очереди стояли десятки крупнейших российских компаний, а размещение ценных бумаг российского «РУСАЛа» на Гонконгской бирже осуществлялось через компанию, зарегистрированную на острове Джерси, что противоречит курсу России на деоффшоризацию. Размещений российских компаний в секторе GEM не было.

Что касается затрат на листинг в секторе GEM, первоначальная сумма зависит от стоимости размещаемых ценных бумаг: 660’000 р., если стоимость размещаемых ценных бумаг меньше 660 млн. р.; 990’000руб. – если менее 6’600 млн. р.; 1’320’000 руб. – если больше 6’600 млн. руб.

Таким образом, основной проблемой является признание юрисдикции для дальнейшего взаимовыгодного сотрудничества. Первоначальные затраты на размещение выше, чем в России. Критерий минимальной рыночной капитализации превышает российский более, чем в 13 раз.

В целом особенной отличительной чертой РИИ ММВБ является строгий критерий «инновационность». Выделение субсидий в целях компенсации затрат на размещение также является достаточно специфической практикой. За рубежом особенное внимание уделяется, по сути, компаниям малой и средней капитализации и их поддержке, развитию до того момента, когда они будут готовы выйти на основную площадку для размещения. Россия взяла курс на инновационное развитие, поэтому РИИ ММВБ является одним из инструментов развития потенциала инновационных компаний и перехода от государственного финансирования к частному.

3. Проблемы и перспективы реализации возможностей инновационных компаний на российском фондовом рынке

3.1. Проблемы реализации возможностей инновационных компаний

3.1.1. Локальные проблемы развития инновационных компаний

Одной из самых серьезных проблем является исключение эмитентов из сектора РИИ ММВБ. Следующей, не менее важной проблемой, является отсутствие официальной информации о причинах отрицательных показателей эмитентов, потенциал которых высококвалифицированные специалисты, в том числе представители РИИ ММВБ, очень высоко. Спрос на акции превышал предложение. Под сомнением оказывается профессионализм специалистов, проводивших оценку до и после размещения. Невозможно ожидать притока инвесторов, желающих приобрести акции выходящих на IPO компаний, если не соблюдается один из важнейших принципов корпоративного управления – принцип прозрачности (открытости).

Рассмотрим практику функционирования двух эмитентов, ранее обращавшихся в секторе РИИ/ИРК[45]: ОАО «Русские навигационные технологии» и ОАО «Армада».

ОАО "РНТ" относится к инновационной отрасли «Информационно-телекоммуникационные системы». С 5 июля 2010 года акции потеряли 95% стоимости. Ход торгов по инструменту отражен в Приложении 3[46].

Таблица 9. Хроника событий ОАО «РНТ».

Достижения ОАО «РНТ»	
2010	Компания стала победителем Зворыкинской премии в номинации «Инновационный продукт».
2011	История успеха ОАО «РНТ» в отчете GlobalEnterpreneurshipandtheSuccessfulGrowthStrategiesofEarly-StageCompanies о наиболее быстроразвивающихся компаниях во всем мире (презентация прошла на Всемирном экономическом форуме в Давосе) и включена в форме бизнес-кейса в учебную программу Стэнфордского и ряда других университетов США как пример успешного инновационного стартапа.
О компании	
2000	Создание. ОАО «РНТ» - разработчик и производитель системы ГЛОНАСС/GPS-

[45] Эмитенты РИИ ММВБ [Электронный ресурс]: данные РИИ ММВБ. – Электрон.дан. –Режим доступа: http://moex.com/s68

[46] Ход торгов по инструменту [Электронный ресурс]: данные РИИ ММВБ. – Электрон.дан. –Режим доступа:http://moex.com/ru/issue.aspx?board=TQBR&code=RNAV

	мониторинга «АвтоТрекер». Уникальный для России опыт создания крупных диспетчерских мониторинговых центров.
2007	Входит в портфель «ВТБ фонд венчурный».
2009	Увеличение выручки на 50% – до 210,186 млн. руб. (аудированная консолидированная отчетность по МСФО)
07.07. 2010	Состоялось IPO на РИИ ММВБ (RNAV, iPHT). Сектор экономики: Телекоммуникации. Организатор публичного размещения акций - ОАО Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ», соорганизаторы – ЗАО «Инвестиционная компания «ФИНАМ» и ЗАО «Алор Инвест». ВТБ Капитал - финансовый советник при предложении акций.
2011	28% российского рынка систем мониторинга транспорта по объему установленного оборудования. Аудированная консолидированная выручка - 664,8 млн. руб. Более 150 тыс. транспортных средств в компаниях различных отраслей рынка оснащены системой «АвтоТрекер». Предложение услуг на рынках 25 зарубежных стран.
Основные изменения[47]	
5.05.2012	Чистая прибыль ОАО «РНТ» по РСБУ в I квартале 2012г. сократилась в 4 раза - до 806 тыс. руб.
23.05.2012	Совет директоров ОАО «РНТ» рекомендовал не выплачивать дивиденды по итогам 2011г.
25.05.2012	Компания намерена увеличить уставный капитал на 20,5%.
27.06.2012	Чистая прибыль по МСФО за 2011 г. выросла на 18% - до 67,6 млн. руб.
5.07.2012	Акционеры приняли решение не выплачивать дивиденды за 2011г.
31.10.2012	Убыток РНТ по РСБУ за 9 месяцев 2012г. составил 11,657 млн. руб. против 9,041 млн. руб. чистой прибыли годом ранее. По неофициальным данным сети Интернет, в связи с убытками была поставлена под сомнение бизнес-модель и произошла смена руководства. Официальная информация отсутствует.
11.08.2014	Обыкновенные акции ОАО "РНТ" с 12.08.2014 исключены из сектора РИИ ММВБ. Решение принято в связи с получением положительного заключения комитета по развитию рынка инноваций и инвестиций при координационном совете РИИ ММВБ — Экспертного совета ЗАО "ФБ ММВБ"[48].

ОАО «РНТ» стала первой российской венчурной компанией, вышедшей на IPO[49]. Продажа акций в ходе IPO осуществлялась среди частных и институциональных инвесторов. В общем объеме заявок на приобретение акций РНТ преобладали заявки от институциональных инвесторов (70%). Спрос превысил предложение, в связи с чем ряд заявок от институциональных инвесторов был удовлетворен не в полном объеме.

[47]«Русские навигационные технологии» [Электронный ресурс]: Новости эмитентов. – Электрон.дан.– Режим доступа: http://quote.rbc.ru/news/emitents/32760588/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 19.07.2010 – 31.10. 2012

[48]«Акции РНТ исключены из сектора рынка инноваций и инвестиций ММВБ» [Электронный ресурс]: Новости компании Финам». – Электрон.дан.– Режим доступа: http://www.finam.ru/analysis/newsitem/akcii-rnt-isklyucheny-iz-sektora-rynka-innovaciiy-i-investiciiy-mmvb-20140811-1600/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 11.08.2014

[49]«Русские Навигационные Технологии» [Электронный ресурс]: проект РБК Инновации. – Электрон. дан. — Режим доступа: http://i.rbc.ru/organization/item/russkie_navigatsionnye_tehnologii, свободный. – Загл. с экрана.

По итогам размещения акций было продано 3 520 000 акций за 300 млн. руб. Среди приоритетов - расширение присутствия компании на перспективных рыночных сегментах – государственный сектор и малый и средний бизнес. Кроме того, ориентир - международная экспансия, разработка и использование в своих продуктах инновационных технологий[50].

Успешное проведение IPO ОАО «РНТ» было ярким примером того, что инвесторы заинтересованы вкладывать свои средства в перспективный инновационный бизнес.

В соответствии с отзывами высококвалифицированных специалистов[51], можно составить следующую характеристику ОАО «РНТ» по состоянию на 2011 год и определить значимость компании для доверия к РИИ ММВБ в целом. Крепкие позиции на рынке средств мониторинга, профессиональный менеджмент, грамотная стратегия развития бизнеса –факторы, которые позволили привлечь в рамках IPO значительное количество инвесторов. Эксперты не сомневались, что все заявленные масштабные планы будут выполнены и инвесторы убедятся в правильности сделанного выбора. Во время работы над проектом эксперты стремились максимально подробно рассказать рынку инвестиционную историю ОАО «РНТ». Управленческая команда эмитента обладала высоким профессионализмом. Эксперты были довольны результатами размещения, рекомендовали покупать ее акции («инвестиции в будущее») и предсказывали высокую доходность. ОАО «РНТ» - полноценная High-Tech-компания, которых не так много в России. Изначально не было сомнений в том, что размещение ОАО «РНТ» на бирже пройдет успешно. Инвесторы объективно оценили потенциал развития бизнеса компании и роста

---

[50]«По итогам IPO ОАО «РНТ» привлекло более 300 млн. рублей» [Электронный ресурс]: интервью Генерального директора ОАО «Русские Навигационные Технологии» Бориса Сатовского. – Электрон. дан. – Режим доступа: http://www.press-release.ru/branches/finance/4c348b9182090/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 07.07.2010

[51]«По итогам IPO ОАО «РНТ» привлекло более 300 млн. рублей» [Электронный ресурс]: интервью с руководителем Департамента венчурных инвестиций ЗАО «ВТБ Управление Активами», управляющим директором ОАО «Инвестбанка «ОТКРЫТИЕ», руководителем проектного офиса «Рынок инноваций и инвестиций» ЗАО ММВБ, управляющим директором ГК «Роснанотех», директором по инвестициям и экспертизе ОАО «РВК». – Электрон.дан. –Режим доступа: http://www.press-release.ru/branches/finance/4c348b9182090/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 07.07.2010

ее финансовых показателей, учитывая большие перспективы динамично растущего рынка систем мониторинга транспорта. Рассматривались проекты, которые, по оценке ГК «Роснанотех» были направлены не только на рост доходов конкретной компании, но и на повышение глобальной конкурентоспособности экономики России, создающих мощный синергетический эффект в целом ряде отраслей. Успех компании РНТ был доказательством того, что хорошие технологии и сильная команда могут развиваться на отечественном рынке не хуже, чем на Западе. Размещение акций ОАО «РНТ» - уникальный опыт для российского рынка ценных бумаг, поскольку это первая в России компания, прошедшая все стадии классического венчура. Основатели (Б. Сатовский, И. Нечаев и А. Азовский) первыми прошли весь цикл «инновационного лифта» в России, создаваемого в рамках частно-государственного партнерства. IPO ОАО «РНТ» доказало, что РИИ ММВБ является инструментом, востребованным динамично развивающимися инновационными компаниями. В рамках этой площадки инновационный бизнес не только получает финансирование, необходимое для дальнейшего развития, но и признание инвестиционным сообществом, а также профессиональную помощь и поддержку со стороны организаторов РИИ. Это давало надежду на то, что количество размещений на РИИ ММВБ существенно возрастет и большинство инновационных компаний будут иметь публичный статус.

Следующий исключенный из сектора РИИ ММВБ эмитент (сектор «Информационно-телекоммуникационные системы) - ОАО "Армада". Компания была допущена к торгам в 2007 году. Среди эмитентов РИИ ММВБ она имеет самую большую историю торгов. В 2011 году ее капитализация была наибольшей (4064 млн. руб.). Однако с мая 2007 года акции потеряли 87% стоимости. Ход торгов отражен в приложении И. Рассмотрим основные события с 2011 года. Компания опубликовала высокие результаты по МСФО за

2011 год[52]. Существенно увеличилась выручка, улучшилась рентабельность, возросли на 27% продажи компании, увеличилась на 38% EBITDA. Финансовое состояние оставалось достаточно устойчивым:1,2 млрд. руб. на балансе компании при отсутствии долга. Ожидался рост котировок. Компания была «фаворитом» в отечественном ИТ-секторе и эксперты полагали, что она извлечет выгоду из роста российского рынка ИТ с учетом хорошей экономической ситуации и усилий правительства, направленных на модернизацию экономики. Эксперты отмечали, что с фундаментальной точки зрения акции были недооценены и обладали потенциалом 113%.

За 2012год результаты по МСФО произвели на экспертов впечатление худшее, чем предварительные показатели[53]. Чистая прибыль упала на 21%. Представители компании не назвали причину. Специалисты обратили внимание на процентные и финансовые расходы в 22 млн. руб. В результате специалисты пересмотрели свои прогнозы, которые были завышенными. Экономисты стали в 2013 году осторожно относиться к акциям компании в связи с замедлением роста и падением рентабельности.

По итогам 2013г. сообщалось, что "Армада" сохраняла лидирующие позиции на рынке[54] и должна была направить на дивиденды до 30% чистой прибыли. В июне 2014 года ОАО "Армада" утвердило политику выкупа своих акций.

С 9 декабря 2014 г. обыкновенные акции ОАО "Армада" были перенесены из раздела "Второй уровень" в раздел "Третий уровень", допущенных к торгам в ЗАО "ФБ ММВБ[55]. В сообщении ММВБ было

---

[52] "УралсибКэпитал": "Армада" опубликовала высокие результаты за 2011 год по МСФО [Электронный ресурс]: комментарии аналитиков РБК QUOTE. – Электрон.дан.– Режим доступа: http://quote.rbc.ru/comments/2012/04/04/33610700.html, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 04.04.2012

[53]«SberbankInvestmentResearch: "Армада" объявила результаты за 2012г. по МСФО» [Электронный ресурс]: комментарии аналитиков РБК QUOTE. – Электрон.дан. –Режим доступа: http://quote.rbc.ru/comments/emitents/2013/04/05/33920393.html , свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 05.04.2013

[54]ARMD«Армада» [Электронный ресурс]: Новости РБК QUOTE. – Электрон.дан. –Режим доступа: http://quote.rbc.ru/search/?q=%D0%B0%D1%80%D0%BC%D0%B0%D0%B4%D0%B0&x=43&y=10 , свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 04.04.2012 – 25.06.2014

[55] «"МосБиржа" перенесла в раздел "Третий уровень" акции компаний, нарушивших требования раскрытия информации» [Электронный ресурс]: новости компаний, Финам. – Электрон.дан. –Режим

отмечено, что в ходе проводимого мониторинга были выявлены нарушения требований положения о раскрытии информации эмитентом. Эти нарушения были признаны существенными. Решение о переносе бумаг в разделе "Третий уровень" приняли на основании неустранения нарушений по раскрытию информации в установленный срок.

С 22 мая 2015года акции ОАО "Армада" исключены из баз расчета Индексов акций широкого рынка, Индексов акций второго эшелона и индекса ММВБ — инновации в связи с их переводом в Сектор компаний с повышенным инвестиционным риском[56].

Подотчетный Минкомсвязи Российский инвестиционный фонд информационно-коммуникационных технологий получил по итогам 2014 г. убыток в размере 174 млн. руб. в результате переоценки акций IT-компании «Армада»[57].

С середины 2014 г. в «Армаде» начал развиваться акционерный конфликт. После обвинения топ – менеджеров компании в умышленной растрате собственности (2,5 млрд. руб.) акции стали дешеветь. В судах происходит несколько разбирательств по возврату денежных средств и похищенного имущества. Бывший председатель совета директоров – один из обвиняемых в нецелевых расходах. Как утверждает представитель совета директоров «Армады», «дочку» компании («Программный продукт») перерегистрировали на себя менеджеры группы. При этом компания «Программный продукт» выиграла конкурс Минкомсвязи со стартовой ценой 60,5 млн. руб. в 2014г. и других ведомств с общим бюджетом почти 200 млн. руб. в 2013 г.

доступа:http://www.finam.ru/analysis/newsitem/mosbirzha-perenesla-v-razdel-tretiiy-uroven-akcii-kompaniiy-narushivshix-trebovaniya-raskrytiya-informacii-20141205-170355/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 05.12.2014

[56] «Акции ОАО "АРМАДА" исключаются из индексов широкого рынка, второго эшелона и индекса ММВБ – инновации» [Электронный ресурс]:Новости и пресс-релизы, ММВБ. – Электрон.дан. –Режим доступа: http://moex.com/n9466/?nt=101, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 18.05.2015

[57]«Армада» принесла убыток в 174 млн. руб. «Росинфокоминвесту»// Ведомости. – М., 2015. – 31 марта (№ 3801). – С.5.

Совет директоров «Армады» находился в последнее время «в состоянии войны» с топ-менеджерами группы. Основатели компании объявили о планах сместить генерального директора, когда за акцию «Армады» на ММВБ платили 104,5 руб. Бумаги подешевели на 40%, а объем торгов вырос в 30 раз — до 45 млн. руб. с 1,5 млн. руб. Далее акции подешевели до минимума — 53 руб. за бумагу, а объем торгов вырос до 81 млн. руб. Для сравнения: 14 июля на ММВБ объем торгов акциями «Армады» составил 356 тыс. руб., 15 июля — 471 тыс. руб. Возможно, некоторые акционеры использовали это падение для увеличения своей позиции. Основатели же заявили, что все свои акции «Армады» один из них получил в рамках опционной программы, на бирже не продал и не купил ни одной из них, а второй не занимался скупкой акций «Армады»[58].

Таким образом, мы рассмотрели основную доступную информацию об изменении состояния эмитентов, исключенных из сектора РИИ ММВБ. Компания ОАО «РНТ» на момент размещения имела историю функционирования, четко сформулированную стратегию развития и бизнес-план, работала с венчурным фондом до IPO, эксперты высоко оценивали ее потенциал. Однако компания понесла убытки. Эмитент ОАО «Армада» (называемый IT-гигантом рынка), допущенный к торгам с 2007 года, на наш взгляд, имеет большое значение для сектора РИИ ММВБ. Правила корпоративного управления необходимо совершенствовать. Еще в 2010 году в презентации ММВБ сообщалось, что ни одна из компаний сектора не отчитывалась о соблюдении кодекса корпоративного поведения[59]. Значит, специалисты, выявившие проблему тогда, не осуществили необходимые меры.

---

[58] «Армада» лишилась компании «Программный продукт» [Электронный ресурс]: экономика, РБК. – Электрон.дан. –Режим доступа: http://top.rbc.ru/economics/22/08/2014/944355.shtml, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 22.08.2014

[59] «Стандарты корпоративного управления компаний, выходящих на РИИ ММВБ»[Электронный ресурс]: финансовый форум ММВБ. – Электрон.дан. –Режим доступа: http://forum2010.micex.ru/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 07.04.2010

Следующей проблемой является нежелание инновационных компаний выбирать организационно – правовую форму «ОАО». С 2012 года существует рейтинг «Техуспех». С 2013 года появился критерий: самые инновационные компании. Именно они являются потенциальными эмитентами РИИ ММВБ. В 2014 году лишь 7 компаний из 80 самых инновационных были в форме ОАО. С остальными компаниями необходимо активно работать, в том числе усилия представителей IPOBoard и РИИ ММВБ должны быть сосредоточены на привлечении внимания данных компаний и объяснению основных преимуществ IPO их руководству. (Приложение К)

В частности, некоторые инновационные компании, зарегистрированные в форме ОАО, не желают размещать акции на Московской бирже. Примером является ОАО "Дэшборд Системс" (информационно-телекоммуникационные системы). История успеха компании опубликована в Forbes[60]. Идея возникла в 2011 году. Все IT-решения для коллегиальных органов управления были зарубежными. На разработку прототипа BoardMaps основатель потратил более 10 млн. рублей собственных и партнерских сбережений. К концу 2012 года потребовались дополнительные инвестиции. Именно контракт с Московской биржей убедил венчурный фонд инвестировать в BoardMaps. Подчеркиваем: первый покупатель продукции — Московская биржа. За $1,2 млн. Buran Venture Capital приобрел 30% акций «Дэшборд Системс». Полученные деньги ускорили развитие проекта в пять раз. Важно, что управляющие партнеры фонда помогли с поиском потенциальных клиентов (это преимущество венчурного инвестора по сравнению с IPO – рассмотренным выше ОАО «РНТ» и ОАО «Армада» не была оказана своевременная помощь). Основатель отмечает переход в разряд технологического предпринимателя: во всех финансовых вопросах опирается на коллег из фонда, а все, что касается технологии и функционала системы, команда делает, как считает нужным.

---

[60]«Искомая величина: как стартапу привлечь инвестиции от миллиардера» [Электронный ресурс] :стартапы, Forbes. – Электрон.дан. –Режим доступа:http://www.forbes.ru/svoi-biznes/startapy/288395-iskomaya-velichina-kak-startapu-privlech-investitsii-ot-milliardera, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 14.05.2015

ОАО "Дэшборд Системс" - резидент Сколково. Кроме того, в 2013 году состоялась презентация компаний IPOboard для инвесторов[61]. ОАО "Дэшборд Системс" (информационно-телекоммуникационные системы) была представлена как перспективная инновационная компания-резидент IPOboard. Однако компания остается достаточно закрытой для рынка. В частности, открытое общество обязано раскрывать[62]: годовой отчет общества, годовую бухгалтерскую отчетность; проспект ценных бумаг общества; сообщать о проведении общего собрания акционеров. ОАО "Дэшборд Системс" не раскрывает информацию (открытое общество по решению общего собрания акционеров вправе обратиться в ЦБ РФ с заявлением об освобождении его от обязанности осуществлять раскрытие или предоставление информации). На официальном сайте максимально доступно представлена информация лишь о продукте компании[63]. Обратим внимание на определение IPO-Board (стр. 21): «для непубличных компаний, планирующих выход на биржу».

Следующей проблемой являются стадийные и секторальные «перекосы» в молодой российской венчурной индустрии. При осуществлении вложений в капиталоемкие проекты, которые предполагают развитие производственной базы, реализацию масштабных НИОКР, инвестиции в инфраструктуру, инвесторы проявляют повышенную осторожность. Ситуация характерна для отраслей: нанотехнологии, технологии для жизни и здоровья. В целом существует недостаток предложения капитала в большинстве приоритетных отраслей, за исключением секторов ИТ и телекоммуникаций, электронной коммерции. В 2013 году 93,6% от общей суммы всех инвестиций на венчурном рынке приходилось на сектор ИТ (193 сделки, $611 млн.), в то время как инвестиции в секторы промышленных и биотехнологий остаются незначительными (94% Информационные технологии, 4% промышленные

[61] «Презентация компаний IPOboard для инвесторов» [Электронный ресурс]: Мероприятия и семинары, РИИ ММВБ. – Электрон.дан. –Режим доступа: http://moex.com/e3778, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 24.01.13.

[62] Об акционерных обществах: Федеральный закон [от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 06.04.2015)] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

[63] ОАО "Дэшборд Системс" [Электронный ресурс]: официальный сайт компании. – Электрон.дан. –Режим доступа: http://www.boardmaps.com/, свободный. – Загл. с экрана.

технологии 16 сделок на общую сумму в $29,1 млн., 2% биотехнологии 13 сделок на общую сумму $13 млн.)[64].

В декабре 2014 г. были названы самые перспективные стартапы 2014 г. В топ-50 российских молодых компаний вошли 20 проектов из ИТ-сферы, 10 стартапов из Hi-Tech-отрасли, 10 компаний биотехнологической и медицинской направленности и 10 стартапов "экологического" профиля[65].

Проблему, теоретически, должны решить институты развития и перераспределить инвестиции. Исходя из данных «Распределение инвестиций фондов с участием капитала ОАО «РВК»: С 2007 по 2014 гг. по секторам инвестиции распределялись в большей степени на «Информационные технологии, интернет технологии и сервисы» (26,11%), «Химические материалы» (20,14%), «Электронику» (14,17%). (Приложение Л).Среди приоритетных направлений модернизации технологического развития экономики снова выделены «Стратегические компьютерные технологии и программное обеспечение» (29,84%).

Актуальной остается и проблема доступа к «длинным деньгам»[66]. В частности, дальнейшее развитие инструментов долгосрочного финансирования требуется для таких отраслей как биотехнологии, где полный цикл создания и вывода на рынок инновационной продукции может занимать 5-7 лет и более. Эксперты считают финансирование недостаточным, так как оно не позволяет довести разработку до производственной стадии.

Более того, проблемой является нежелание инвесторов поддерживать проекты на ранней стадии развития[67]. Инвесторы готовы инвестировать на

---

[64]«MoneyTree. Навигатор венчурного рынка. Обзор венчурной индустрии России за 2013 год» [Электронный ресурс]: исследование PWC и РВК. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/201402_Money%20Tree2013_rus.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2014г.

[65]RussianStartupRating 2014,2013,2012 [Электронный ресурс]: проект РБК Инновации. – Электрон. дан. –Режим доступа: http://i.rbc.ru/organization/item/russian_startup_rating, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2014г.

[66]«Россия: курс на инновации» [Электронный ресурс]: Открытый экспертно-аналитический отчет о ходе реализации «Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года» Выпуск II. – Электрон. дан. – Режим доступа: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/RUS%20Report-2014%20July22.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 20.07.2014

[67]«Россия: курс на инновации. Выпуск II» [Электронный ресурс]: экспертное мнение генерального директора ООО «ОНТОЛОГИКА» В. Лапшина,– Электрон.дан. –Режим доступа:

более поздних этапах разработки, когда сформирована продуктовая линейка и имеются ясные перспективы получения прибыли от инвестиций. В результате основной поток инвестиций идет либо в проекты, которые уже фактически разработаны и получают прибыль, либо в низкотехнологичные стартапы, с минимальным начальным этапом разработки. Отметим, что невозможно достичь капитализации 50 млн. руб. – критерий РИИ ММВБ – если не развивать идею и не инвестировать в ее реализацию на начальной стадии. Следует заметить, что наиболее успешными, как правило, оказываются компании, поддерживаемые государством в период разработки инновации[68]. В России существует большое количество программ грантового финансирования, которые могут помочь довести технологию до стадии продукта. Однако возникает проблема отвлечения части ресурсов на документооборот, связанный с получением гранта[69] и нежелания части компаний, регулярно привлекающих деньги грантов на дальнейшие исследования и разработки, стараться разрабатывать продукты для рынка и активно их продвигать.

Наличие в России проблем с финансированием подтверждает и руководитель высокотехнологичного стартапа «SocialMart». Компании требуются уже не посевные инвестиции, но еще и не раунд А (обычно это суммы от 1 млн. руб.). На этой промежуточной стадии финансирования весьма сложно привлечь инвестиции. Фондов довольно много, но мало кто готов вкладываться на таких стадиях. Решить проблему можно созданием новых фондов, нацеленных на инвестиционные сделки объемом от $200 тыс. до $1 млн.

---

http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/RUS%20Report-2014%20July22.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 20.07.2014

[68]«Россия: курс на инновации. Выпуск II» [Электронный ресурс]: экспертное мнение С. Аполлоновой, Председателя совета Ассоциации производителей электронной аппаратуры и приборов,– Электрон.дан. – Режим доступа: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/RUS%20Report-2014%20July22.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 20.07.2014

[69]«Россия: курс на инновации. Выпуск II» [Электронный ресурс]: экспертное мнение сооснователя компаний NAVIGINE И OPINER О. Демидова – Электрон.дан. – Режим доступа: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/RUS%20Report-2014%20July22.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 20.07.2014

В основном российский инвестиционный рынок на данный момент представлен участниками, которые распоряжаются весьма небольшими для высокотехнологических компаний суммами. Такие инвесторы не готовы долго ждать и разбираться в сложных технологиях. Преимущественно инвесторы действуют в сегменте «коротких» вложений, вкладывая средства на 2–4 года с минимальными рисками, чтобы затем выгодно выйти из проектов, перепродав свою долю (долгосрочная перспектива и выход из проекта через IPO такими инвесторами не рассматривается). Стратегия вызвана слабой уверенностью в перспективах рынка, высокими страновыми рисками, а также отсутствием возможности качественно оценить высокотехнологический проект.

В России слабо развит рынок аутсорсинга экспертизы для инвесторов. В сфере биотехнологий, например, лишь единицы инвесторов обладают внутренними ресурсами для комплексной оценки стартапов. Эксперты отмечают недостаток квалифицированных специалистов. Уровень технологической экспертизы — как конкретного проекта, так и оценки области рынка— находится на недостаточно высоком уровне.

Кроме того, характерной чертой российской научно-образовательной сферы является «отрыв» от реального сектора экономики. Перспективные разработки, в том числе и в области биотехнологий, имеются в ряде вузов и научно-исследовательских институтов, но часто они не находят практической (и коммерческой) реализации в виде готовых продуктов и услуг. Стоит отметить слабую заинтересованность отечественного бизнеса в инновациях. Согласно опросу, проведенному Frost&Sullivan в рамках подготовки Открытого экспертно-аналитического отчета о ходе реализации «Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года», именно отсутствие спроса на инновационные разработки со стороны реального сектора экономики является ключевым фактором, препятствующим коммерциализации НИОКР в России. (Приложение М).

Государство, которое имеет цель развивать экономику и быть конкурентоспособным на мировых рынках, должно формировать и спрос на

инновации. Почему Китай преуспел? Потому что государственные институты в этой стране нацелены на реальную помощь и поддержку. Еще один пример — США. Проект DARPA не только обеспечивает поиск прорывных идей и взращивает стартапы, но и задает им направление развития и по гражданскому, и по военному вектору.

Проблема — недоступность российского рынка для отечественных производителей. Например, в Китае очень высокие барьеры входа на рынок телекоммуникаций для иностранных производителей (на РИИ ММВБ 2 из 2 иностранных эмитентов функционируют в инновационной отрасли «Информационно-телекоммуникационные системы»).

Однако есть и альтернативные мнения: первоначальный спрос может формировать государство, но основной спрос создает рынок b2c. Инновации «от предложения» являются более инновационными, более доходными, но более рискованными, поскольку предполагают формирование рынка, иногда «с нуля»[70]. Развитие инновационной инфраструктуры может быть обеспечено за счет привлечения частных инвесторов в тех элементах, которые способны стать прибыльными. При этом ответственность за нерыночные элементы, являющиеся убыточными, должно нести государство, таким образом снижая риски инвестиций в инновационную инфраструктуру.

Некоторые эксперты заявляют об отсутствии необходимой инновационной инфраструктуры. В главе 2 настоящей работы рассмотрена сформированная и функционирующая инновационная инфраструктура. Вопрос в том, что срок существования небольшой и действия институтов развития порой носят несогласованный характер: пересекаются отрасли, стадии финансирования и поддержки; предъявляются различные «входные» требования к компаниям-кандидатам; отсутствует долгосрочная политика финансирования и выхода из проектов. На первом этапе реализации Стратегии

[70]«Россия: курс на инновации» [Электронный ресурс]: экспертное мнение Управляющего директора Управления инфраструктурных проектов РОСНАНО Е. Евдокимова. – Электрон. дан. –Режим доступа: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/RUS%20Report-2014%20July22.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 20.07.2014 [39] с.

инновационного развития стала очевидной проблема координации между различными участниками инновационной экосистемы, однако проблема обозначена в отчете о реализации стратегии и решается.

Существует мнение, альтернативное рассмотренным выше: проблем ни с финансированием нет, ни с инфраструктурой нет, отсутствуют интересные проекты[71]. Доля новых качественных высокотехнологичных стартапов в России по сравнению с передовыми странами все еще невысока. Те объекты финансирования, которые были на поверхности, уже профинансированы[72]. Сложно добиться качественной проработки своих проектов самими разработчиками.[73]. Качественным прототипом никого не удивить - проблемы возникают, когда разработчики начинают заниматься внедрением своего изобретения в серийное производство.

Проблему сопоставления возможного дохода от реализации ряда инновационных проектов и затрат на их реализацию поставил Министр финансов РФ Силуанов Антон Германович[74]. В частности, он отметил беседу с Председателем Координационного совета РИИ ММВБ Анатолием Чубайсом насчет эффективности инвестиций в инновационные проекты: из множества реализуемых и высокозатратных проектов «выстреливает» лишь один, но приносит большой доход, перекрывающий убытки по другим проектам. Соответственно, необходимо грамотно убедить инвестора в эффективности возможных инвестиций.

В развитых экономиках, таких как США, ЕС, Япония, доля частных инвестиций в совокупном объеме бюджетов на НИОКР доходит до 80% и

---

[71]ММВБ Юридические аспекты проведения IPO [Электронный ресурс]: конференция РИИ ММВБ, партнер LegalCapitalPartners, М. Малиновский. – Электрон.дан. –Режим доступа: http://moex.com/a2996, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2015 г.

[72]«Российский венчурный рынок покажет меньше "выходов"?» [Электронный ресурс]: слова партнера Ernst&Young В. Ильина. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://i.rbc.ru/publication/analytic/rossijskij_venchurnyj_rynok_pokazhet_menshe, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 23.06.2014

[73]«Россия: курс на инновации. Выпуск II» [Электронный ресурс]: экспертное мнение генерального директора Инновационного Медико-Технологического Центра (ИМТЦ) Е. Мамоновой,– Электрон.дан. – Режим доступа: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/RUS%20Report-2014%20July22.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 20.07.2014

[74] Открытая лекция Министра финансов РФ в ФУ при Правительстве РФ 25.09.2014

превышает аналогичный российский показатель ровно в два раза. Одним из основных инновационных «рычагов» в России являются искусственно созданные институты развития, работа которых выстраивается по принципу «инновационного лифта». Получается, что нехватка времени – еще одна проблема. Российской венчурной индустрии не более 10 лет. Инвесторы «вырастают» не быстрее чем за 15 лет, и эти первые годы являются особенно рискованными и наименее удачными. В скором времени российские венчурные фонды, которые проинвестировали инновационные проекты пять–семь лет назад, должны будут продемонстрировать первые результаты работы — выходы. Расчеты доходности для инвесторов вложений в акции эмитентов РИИ ММВБ были приведены во второй главе настоящей работы. Доходность многих проектов отрицательная. Очевидно, что не для всех участников рынка выходы из проектов будут успешными. По мнению сотрудника Минэкономразвития России, ОАО «Роснано» имеет на сегодняшний день очень большие трудности с выходом из проектов. В 2011 году финансисты возлагали большие надежды на ОАО «Роснано» (инвестиции составили более 100 млрд. руб.), которое, по сути, готовило инфраструктуру рынка для последующих продаж своих проектов. В то же время 2013 год стал рекордным по количеству и общей сумме выходов инвесторов. Общая сумма в пять раз превысила показатель 2012 года. Как следствие, ожидалось, что положительная динамика по выходам будет стимулировать дальнейшей приток нового капитала в российскую венчурную индустрию и способствовать ее развитию[75]). В 2014 году Портал РБК Инновации представил мнение о том, что российский венчурный рынок покажет меньше выходов. Стагнация в экономике, санкции, вызвавшие отток инвесторов и снижение лимитов на Россию ухудшили ситуацию, но главная причина — на российском венчурном рынке сменился инвестиционный цикл. В 2013 году, по оценке PWC, основным драйвером

[75]«MoneyTree. Навигатор венчурного рынка. Обзор венчурной индустрии России за 2013 год» [Электронный ресурс]: исследование PWC и РВК. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/201402_Money%20Tree2013_rus.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2014г.

роста были именно выходы основателей или инвесторов ранних стадий. По мнению партнера Ernst&Young В. Ильина, больше будет выходов через продажи стратегическим инвесторам или инвесторам более поздних раундов финансирования, IPO тоже будут. Самые интересные бизнесы выходят через публичные рынки, идут к стратегам или на следующие раунды финансирования.

У фондов, созданных с участием РВК, пятилетний инвестиционный период в 2014 году закончился – усилия направлены на выходы. По словам директора департамента инвестиций РВК Р. Ахметова, «тенденция есть, но не такая сильная, как хотелось бы».

У фонда посевных инвестиций на момент 2014 года в портфеле было 58 проектов, 6 из них проинвестированы по второму раунду, сделано 9 полных выходов. Средняя норма доходности составляет всего 30-35%, что мало по сравнению с ожиданиями, которые есть у инвесторов от вложений в венчурный рынок (слова управляющего по инвестициям ФПИ А. Калинина)[76].

Большое количество выходов из венчурных проектов приходится на стратегическое поглощение. Сделки M&A позволяют приобрести технологии, которые будут комплементарны или синергитичны основному бизнесу, а внимание уделяется вместо текущей конъюнктуры рынка технологии и команде. По оценке экспертов, российский венчурный рынок в следующие 5 лет будет черпать новые силы для активности именно в сделках M&A, что не способствует развитию IPO как инструмента выхода из проектов.

Еще одной важной, относительно субъективной, проблемой мы считаем сомнение и предпринимателей, и инвесторов в функционале инфраструктуры рынка: «среди российских венчурных компаний выход на IPO дается, в основном, только крупным», «IPO для большинства является недоступной мечтой не только на посевной стадии проекта, но и для вполне зрелой

[76]«Российский венчурный рынок покажет меньше "выходов"?» [Электронный ресурс]: аналитика проекта РБК Инновации. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://i.rbc.ru/publication/analytic/rossijskij_venchurnyj_rynok_pokazhet_menshe, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 23.06.2014

компании». Конечно, для выхода на биржу компания должна перейти в публичный статус, раскрыть отчетность и бенефициаров, полностью перестроить бизнес-процессы и главное - преодолеть инерцию команды. Инфраструктура существует не более 8 лет, и если потенциальные эмитенты не рассмотрят на текущий момент даже перспективу выхода на IPO, рассчитывать на активное развитие сектора РИИ ММВБ в последующие годы будет сложно.

Таким образом, существуют как объективные, так и субъективные проблемы для развития инновационных компаний. К объективным относятся, в первую очередь, недостаток финансирования («длинных денег» для реализации долгосрочных проектов, в частности), проработанных, понятных инвесторам проектов, асимметрия распределения средств на инновационные проекты, недостаток ресурсов для комплексной оценки стартапов, недостаточный спрос на инновационную продукцию внутри страны, несопоставимость затрат и возможного дохода от реализации инновационных проектов, проблемы выхода венчурных инвесторов из проектов, выбытие из сектора серьезных эмитентов, проблемы корпоративного управления и несоблюдение принципа прозрачности (открытости). Субъективные проблемы, в свою очередь, являются следствием объективных и выражаются в недоверии инвесторов к инновационным проектам в целом, нежелании инвестировать на ранних стадиях развития в связи с отсутствием возможности проведения достаточной экспертизы и недостатке венчурных инвестиций как таковых для последующего выхода инновационных проектов на IPO.

3.1.2. Глобальная турбулентность и динамика развития инновационных компаний

Одной из серьезнейших проблем развития фондового рынка, ведущей к недостатку ресурсов для финансирования инновационных проектов, является политическая и экономическая неопределенность, что повышает волатильность рынка и ставит под сомнение перспективы восстановления.

Кризис на Украине и развертывание экономических санкций против России, объявленных США и ЕС, оказали дополнительное давление на российскую валюту. В конце 2013 года в результате замедления темпов роста российской экономики началось ослабление рубля. В 2013 году рост ВВП составил всего 1,3%, а надежды на восстановление в 2014 году не оправдались.

Названные факторы ускоряют отток капитала из России. По данным ЦБ РФ, чистый отток капитала из страны в 2014 году составил $151,5 млрд., что почти в 2,5 раза превышает аналогичный показатель годом ранее (в 2013 году показатель составлял $61 млрд.)[77].

Рост цен на импортную продукцию также существенно замедляет развитие рынка. Сегодня наиболее прорывными и инновационными являются «стыки» научных областей и технологий. Например, говоря об «инвестициях в ИТ», на самом деле речь ведут прежде всего о прорывных технологиях в пограничных междисциплинарных областях. То же самое касается прорывных технологий и в фармацевтике. Эксперты подчеркивают проблему отсутствия российского оборудования, реактивов и расходных материалов, что ведет к замедлению реализации инновационных проектов.

Безусловно, необходимо импортозамещение. Однако возникает следующая проблема – недостаток времени. Собственные разработки будут внедрены и пригодны к использованию лишь через время. Соответственно, те инновационные проекты, часть материалов для реализации которых была импортной, могут не реализоваться.

Проблемой является и слабая диверсификация экономики России[78], что ведет к чрезмерной зависимости страны от энергетического сектора и колебания цен на энергоносители.

---

[77]И. Герасимов, Г. Набережнов «Чистый отток капитала из России в 2014 году составил $151,5 млрд.» [Электронный ресурс] :. – Электрон.дан. –Режим доступа: http://top.rbc.ru/finances/16/01/2015/54b96c5e9a7947490508d8d2 16.01.2015, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 16.01.2015.

[78]«Обзор и оценка перспектив развития мирового и российского рынков информационных технологий» [Электронный ресурс]: исследование аналитического агентства IDC по заказу Московской Биржи и РВК. – Электрон.дан. –Режим доступа: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/obzor_it.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 11.02.2015

С точки зрения перспективы развития международного сотрудничества при осуществлении инновационных проектов, кроме санкционного давления, проблемой является и очень невысокая востребованность российских исследований в мире, что является прямым следствием недостаточной эффективности отечественной науки и низкого уровня практической применимости результатов научных работ. Одним из вариантов решения указанной проблемы является совершенствование механизмов коммерциализации научных достижений, предусмотренное «Стратегией инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года». Как отмечается в докладе ООН, «Коммерциализация интеллектуальной собственности: варианты политики и практические инструменты», Россия сталкивается с двумя вызовами, характерными для стран с переходной экономикой[79]. Во-первых, система охраны интеллектуальной собственности, сложившаяся еще в Советском Союзе, не предполагала наличия эксклюзивных прав автора изобретения на распоряжение созданной им интеллектуальной собственностью. Во-вторых, сама организация НИР и ОКР значительно отличалась от структуры, характерной для стран с рыночной экономикой: ни университеты, ни предприятия не играли определяющую роль в секторе исследований, осуществлявшихся преимущественно научно-исследовательскими институтами и научно-производственными объединениями, подчинявшимися профильным министерствам.

Таким образом, мы рассмотрели основные сдерживающие факторы развития всего рынка, оказывающие воздействие на развитие инновационных проектов с перспективой привлечения финансирования на фондовом рынке, снижающие приток инвесторов, в том числе иностранных, на фондовый рынок. Однако обозначенное выше санкционное давление не исходит от абсолютного большинства зарубежных партнеров. Кроме того, в России существуют

[79] «Россия: курс на инновации» [Электронный ресурс]: Открытый экспертно-аналитический отчет о ходе реализации «Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года» Выпуск II. – Электрон. дан. –Режим доступа: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/RUS%20Report-2014%20July22.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 20.07.2014 [39] с.

варианты привлечения внутренних ресурсов, способных поддержать инновационные проекты на фондовом рынке в долгосрочной перспективе.

3.2. Перспективы российского фондового рынка для реализации возможностей инновационных компаний.

Одной из наиболее важных перспектив развития отечественного фондового рынка является сотрудничество со станами Азиатско-Тихоокеанского региона. На данный момент Министерством экономического развития РФ разрабатывается вопрос о взаимодействии в финансовой сфере с Китайской Народной Республикой. Банк России оказывает содействие заключению Соглашения о сотрудничестве членов группы Московской биржи с биржами Hong Kong Exchange и Shanghai Exchange. Федеральные органы исполнительной власти готовят предложения для избежания двойного налогообложения и предотвращения уклонения от налогообложения в отношении налогов на доходы в части освобождения от налогообложения у источника выплаты в одном договаривающемся государстве процентов, выплачиваемых в том числе по ценным бумагам. Кроме того, готовятся предложения о формате поддержки крупнейших российских корпоративных эмитентов при привлечении внешнего финансирования в странах Азиатско-Тихоокеанского региона, в том числе путем выпуска ценных бумаг. В третьем параграфе второй главы настоящей работы был рассмотрен Сектор растущих компаний Hong Kong Exchange, который ориентирован на фирмы, имеющие значительный потенциал роста, но не отвечающие требованиям основной площадки. В условиях первоначального сотрудничества ММВБ и Hong Kong Exchange, Shanghai Exchange, конечно, акцент делается на крупнейших корпоративных эмитентов, однако в перспективе, возможно, взаимодействие будет происходить и между специализированными площадками бирж. В России рейтинг «ТехУспех» включает не только инновационные компании, но и быстрорастущие, которые заслуживают внимания. Например, ОАО «ИСКЧ»

занимает лидирующие позиции и по критерию «самые инновационные», и по критерию «самые быстрорастущие».

Таблица 11 – ОАО в рейтинге самых быстрорастущих компаний, составлена автором по материалам рейтинга «ТехУспех».

Критерий	из	ОАО	Название	Размещение	Сектор
Самые быстрорастущие	10	0			
	80	8	ОАО «ИнфоТеКС»	Москва	ИТ
			ОАО «Турбонасос»	Воронежская обл.	Промышленное оборудование
			ОАО «ИСКЧ»	Москва	Биотех
			ОАО «НПО Стеклопластик»	Московская обл.	Материалы
			ОАО «Завод «Электроприбор»	Чувашская Республика	Электротехника
			ОАО «ЭЛАРА»	Чувашская республика	Электроника
			ОАО «Телеофис»	Москва	Приборостроение
			ОАО «ОНПП «Технология»	Калужская обл.	Материалы

Необходимо развитие взаимовыгодного сотрудничества. В частности, необходимо не только поддерживать российских эмитентов, но и привлекать инвесторов и зарубежные компании на РИИ ММВБ, что будет способствовать обмену опытом и развитию компетенций.

С целью обеспечения прозрачности и достоверности информации, по мнению некоторых экспертов, необходимо гармонизировать правила российского бухгалтерского учета с МСФО.

В первом параграфе настоящей главы были рассмотрены проблемы низкого качества корпоративного управления (что привело к исключению эмитента из сектора РИИ ММВБ) и нежелания инновационных компаний-резидентов IPOboard, привлекающих венчурные инвестиции, размещать акции на РИИ ММВБ. Особенно важно, что данные проблемы выявлены координаторами инновационных процессов и будут в перспективе решены. Так в апреле 2015 года инвестиционная группа DaVinciCapital совместно с ОАО «РВК» запустили фонд, нацеленный на инвестирование в высокотехнологичные российские быстрорастущие компании с потенциалом

развития до международного уровня и их последующим выходом на IPO[80]. Основной площадкой для размещения станет секция РИИ ММВБ. Фонд структурирован в форме инвестиционного товарищества и будет осуществлять инвестиции совместно с DaVinci PE Fund II, созданным с участием ряда крупных международных инвесторов. Суммарный объем сделок превысит 5 млрд. руб., инвестиционный период составит 3.5 года. Средний размер сделки Фонда составит 300 млн. руб.

Фонд активно участвует в совершенствовании бизнес-процессов и корпоративного управления компаний средней капитализации. Реализация данного проекта позволит улучшить качество эмитентов на РИИ и простимулирует дальнейшее развитие рынка IPO в России.

Фонд отражает потребности отечественного рынка капитала, когда доступ к западным рынкам капитала ограничен, и идет этап активного развития отечественной инвесторской базы. Фонд может стать инструментом размещения капитала для инвесторов всех классов, а также финансовым мостом для российских компаний при работе с фондовыми площадками как в России, так и за рубежом.

С нашей точки зрения, важно, что фонд планирует оказывать содействие компаниям при подготовке к IPO и поддержку на post-IPO стадии. Обратим внимание: появилось новое понятие «post-IPO стадия», ранее эксперты характеризовали IPO как «верхнюю ступень» инновационного лифта.

Следующей перспективой развития рынка, особенно сектора «Информационные технологии», является импортозамещение и развитие нормативно-правовой базы в сфере государственных закупок в сторону обеспечения преференций отечественным разработчикам (импортная ИТ-продукция не должна допускаться к конкурсу при наличии двух и более

[80]«Создан первый в России инвестиционный фонд, развивающий рынок IPO технологичных компаний» [Электронный ресурс]: новости IPOboard. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://www.ipoboard.ru/ru/news/41a506347af1dbdad90cb1803d2cebd9, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 24.04.2015

аналогичных российских продуктов). Несмотря на то, что мы ставили проблему асимметрии распределения финансовых ресурсов в пользу лишь ИТ – сектора в первом параграфе, необходимо признать, что развитие собственной ИТ-продукции для ОПК, госструктур и стратегически значимых предприятий - важнейшее направление работы по обеспечению безопасности России. Кроме того, благодаря ускоренному внедрению ИТ в другие отрасли экономики многие инновационные проекты, находящиеся на пересечении научных областей и технологий, получат дополнительный импульс для своего развития.

Новые возможности могут возникнуть благодаря созданию Евразийского экономического союза (ЕАЭС). ЕАЭС должен стать крупнейшим общим рынком на постсоветском пространстве с объемом ВВП в 2,7 трлн. долларов. Российские поставщики получат доступ к более широкому рынку и смогут участвовать в совместных проектах в странах-участницах союза.

Кроме вышеназванных перспектив развития инновационных компаний существуют и возможности дополнительного стимулирования инвесторов и инновационных компаний. По состоянию на 2015 год Минэкономразвития рассматривает меры стимулирующей фискальной политики в сфере инноваций. Например, облегчение режима уплаты НДФЛ для бизнес – ангелов. На данный момент доходы освобождаются от налогообложения, если на дату продажи акции (доли участия) принадлежали инвестору более 5 лет. Предлагается внести изменения в законодательные акты и сократить срок до 3 лет. Также предлагается предоставление имущественных вычетов по НДФЛ бизнес – ангелам. Для инновационных компаний возможно предоставление льгот по налогу на имущество. В настоящее налоговая ставка устанавливается законами субъектов РФ, но не может превышать 2,2%. Предлагается установить пониженную верхнюю границу налога на имущество для инновационных компаний в размере до 0,5 %.

Рассматривается упрощение правоприменительной практики налоговых вычетов по налогу на прибыль при выполнении НИОКР. Сегодня расходы на НИОКР включаются в состав прочих расходов в размере фактических затрат с

коэффициентом 1,5, что вызывает затруднения в связи с возможными проблемами признания выполненных НИОКР, не соответствующими перечню НИОКР, утвержденному Правительству РФ. Предлагается принятие одной из следующих мер: применение коэффициента 1,5 ко всем видам выполняемых организациями НИОКР или принятие формализованной процедуры определения соответствия темы выполненной НИОКР направлению перечня и ежегодное обновление перечня с целью его расширения и актуализации.

Следующей мерой является усовершенствование института инвестиционных товариществ. Считается, что необходимо приблизить российскую нормативно-правовую базу к стандартам, применяемым в зарубежных странах: разрешить приобретение обращающихся на открытом рынке ценных бумаг и иных финансовых инструментов, приобретение ценных бумаг и долей в иностранных компаниях. Допустить возможность внесения неденежного вклада товарища, не являющегося управляющим товарищем, ограничить ответственность товарищей – вкладчиков по обязательствам, возникшим не из договора инвестиционного товарищества (кроме налоговой). Целесообразно разрешить пенсионным фондам вкладывать до 5% в создание венчурных фондов и фондов прямых инвестиций на территории России с использованием новой организационно-правовой формы инвестиционного товарищества[81].

В первом параграфе одной из важнейших рассматриваемых проблем была названа проблема недостаточного объема долгосрочных инвестиций. По состоянию на 2015 год в Минэкономразвития РФ рассматривает развитие механизмов привлечения «длинных денег» для реализации инновационных проектов. Предлагается разрешить участие НПФ в части пенсионных резервов и страховых компаний в совместной инвестиционной деятельности по договору инвестиционного товарищества через профессиональных управляющих (GR) в

[81]«Россия: курс на инновации» [Электронный ресурс]: экспертное мнение Управляющего директора Управления инфраструктурных проектов РОСНАНОЕ. Евдокимова. – Электрон. дан. –Режим доступа: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/RUS%20Report-2014%20July22.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 20.07.2014 [39] с.

сфере прямых и венчурных инвестиций (в пределах лимитов, установленных регулятором). Разрешить инвестирование пенсионных накоплений и средств ФНБ в акции высокотехнологичных компаний и инвестиционные паи ЗПИФ особо рисковых (венчурных) инвестиций, обращающихся на организованных торгах.

Банк России, Минэкономразвития России, Внешэкономбанк, ОАО «Роснано», ОАО «РВК», Фонд «ВЭБ Инновации» разработали предложения по вопросам обеспечения долгосрочного финансирования реализации инновационных проектов путем инвестирования пенсионных средств в ценные бумаги, доли в уставных капиталах и финансовые инструменты высокотехнологичных компаний, инвестиционные паи инвестиционных товариществ, фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций, в том числе допущенных к торгам в инновационном секторе биржи, в совместное имущество по договору инвестиционного товарищества.

Минэкономразвития России полагает возможным включить в перечень разрешенных активов для инвестирования средств пенсионных накоплений и размещения средств пенсионных резервов только акции российских инновационных компаний и паи паевых инвестиционных фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций, допущенных к торгам в секторе РИИ ММВБ, поскольку инновационная деятельность сопряжена с высокими рисками. Максимальная доля в инвестиционном портфеле таких акций и паев, по мнению Минэкономразвития России, не должна превышать 5% инвестиционного портфеля.

Вопрос возможности инвестирования НПФ пенсионных резервов в акции (доли) в уставных капиталах и финансовые инструменты российских высокотехнологичных компаний, по мнению ООО УК «Роснано», нуждается в дополнительной проработке. Минфин РФ не поддерживает включение имущества по договору инвестиционного товарищества в перечень разрешенных активов для инвестирования средств пенсионных накоплений.

Облигации и депозиты в кредитных организациях – разрешенные инструменты для инвестирования средств пенсионных накоплений согласно требованиям инвестиционной декларации расширенного инвестиционного портфеля государственной управляющей компании (ГУК). Внешэкономбанк как ГУК поддерживает диверсификацию инструментов за счет облигаций, также необходимо рассмотреть возможность разрешения ГУК инвестировать средства пенсионных накоплений в инвестиционные паи венчурных инвестиционных фондов в случае их обращения на РИИ ММВБ, но инвестирование средств в другие инструменты нецелесообразно в связи с повышенным уровнем рыночного, кредитного рисков и риска ликвидности.

Внешэкономбанк подчеркивает, что инвестиционный потенциал ГУК как долгосрочного инвестора существенно сократился, возможность финансирования инновационных проектов появится у ГУК не ранее 2016 года, инвестиционный ресурс составит не более 100 млрд. руб. Использование средств пенсионных накоплений в более существенных объемах возможно в случае сохранения государственных средств, подлежащих передаче в НПФ, в доверительном управлении ГУК. Таким образом, объем средств для инвестирования в ценные бумаги, выпускаемые для финансирования инновационных проектов, составит не менее 0,6 трлн. руб. в 2015 году и не менее 150 млрд. руб. ежегодно с 2016 года.

ОАО «РВК» считает необходимым учитывать сложившуюся международную практику в рассматриваемой сфере. В развитых странах пенсионные фонды имеют право (иногда -даже обязанность) вкладывать лишь определенную долю находящихся под их управлением средств в венчурные фонды и фонды прямых инвестиций. В США до 1% средств пенсионных фондов и страховых компаний помещаются в венчурные фонды. В Израиле доля инвестиций пенсионных фондов в венчурный капитал составляет более 2%, а в Великобритании (в силу исторически сложившейся специфики) –более 40%. В Гонконге- 4%, Сингапуре- 4%, в континентальном Китае- 7%. В целом по Азии средние показатели - 3%. Для России целевым значением

максимального объема средств, вкладываемых в венчурные фонды – 1-2% от общего объема средств пенсионного фонда.

В целом необходимо сформировать комфортную среду инвестирования пенсионных средств. В частности, процедуры инвестирования пенсионных средств должны быть регламентированными и максимально прозрачными для институциональных инвесторов и подконтрольны регулятору. Должна быть запущена работа (в том числе при участии институтов развития) по развитию компетенций отечественных институциональных инвесторов; возможные риски должны быть максимально снижены соответствующими нормативными актами государства; необходимо дополнить процесс выхода отечественных пенсионных средств на российский рынок усилиями по привлечению в Россию крупных международных институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых компаний), имеющих все необходимые знания и практики. Важно предусмотреть разработку и реализацию механизмов, препятствующих избыточному (одномоментному) поступлению капитала от пенсионных фондов на российский рынок инновационно - технологического предпринимательства, венчурного и прямого инвестирования с целью недопущения дисбаланса между предложением денег и квалифицированным спросом. В качестве возможного решения этой задачи предлагается этот процесс провести поэтапно в течение 3-5 лет.

Необходимо учитывать, что при инвестировании средств пенсионных накоплений и размещении средств пенсионных резервов должны соблюдаться принципы: сохранности средств, доходности, диверсификации и ликвидности инвестиционных портфелей, учета надежности ценных бумаг, профессионального управления инвестиционным процессом[82].

Необходимо отметить, что изменения не только инициированы, но и осуществлены. Действующее законодательство РФ уже содержит инструмент финансирования инновационных проектов путем инвестирования пенсионных

[82]"О негосударственных пенсионных фондах": Федеральный закон [от 07.05.1998 N 75-ФЗ ред. от 21.07.2014 с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2015]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

средств в инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов, в том числе особо рискованных инвестиций: допускается инвестирование средств пенсионных накоплений в паи паевых инвестиционных фондов[83].

В перспективе благодаря использованию «длинных денег» в России возможно исправление «болезней роста» и диспропорций рынка инновационно – технологического предпринимательства. Особенно важно, что в условиях сложившейся трудной экономической и политической ситуации, ограниченных ресурсов, инновационные проекты с полным циклом создания и вывода на рынок инновационной продукции 5-7 лет и более имеют большие шансы на реализацию. С учетом приведенных выше экспертных мнений наиболее вероятным вариантом является включение в перечень разрешенных активов для инвестирования пенсионных средств акций, облигаций российских инновационных компаний, допущенных к торгам в секторе РИИ ММВБ, что означает новый импульс для его развития. Также необходимо тщательно проработать варианты сотрудничества со станами Азиатско-Тихоокеанского региона в качестве альтернативы ресурсам западных инвесторов. Не менее важным является непрерывное стремление к совершенствованию мер стимулирующей фискальной политики в сфере инноваций. Например, доходы освобождаются от налогообложения, если на дату продажи акции принадлежали инвестору более 5 лет. Минэкономразвития РФ вносило предложение сократить срок до 1 года еще в 2010 году, но инициативу не поддержали. На текущий момент Минэкономразвития отстаивает свою точку зрения и предлагает сократить срок до 3 лет. Способствовать развитию фондового рынка и увеличению количества достойных эмитентов на РИИ ММВБ, на наш взгляд, будет и создание фонда, активно участвующего в совершенствовании бизнес-процессов до IPO и корпоративного управления инновационных компаний после IPO, что простимулирует дальнейшее развитие отечественного фондового рынка.

[83] О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ: Федеральный закон [от 21.07.2014 N 218-ФЗ (ред. от 22.12.2014)] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проведенного исследования были изучены основные теоретические и практические аспекты привлечения капитала инновационными компаниями, высоко оценена их значимость в развитии отечественной экономики, рассмотрены возможности инфраструктуры специализированных секторов зарубежных бирж, проблемы развития инновационных компаний и перспективы функционирования российского рынка инноваций и инвестиций.

В целом можно констатировать факт: за последние шесть-семь лет в России при активном участии государственных институтов развития в общем сформировалась, окрепла система финансирования инновационных проектов на всех этапах их развития — от посева до превращения в публичную компанию с помощью биржевых механизмов, которые позволяют привлекать акционерный капитал. По итогам 2011–2013 годов в России в целом сформировался «инновационный лифт». Практически все элементы, из которых в развитых инновационных экосистемах строится «инновационный лифт», существуют и в России. Важно, что, эти элементы представлены не только государственными, но также частно - государственными и частными структурами. Роль государства и его институтов развития в действующей системе сводится к координации, дополнительной капитализации системы в целом, а также концентрации ресурсов на приоритетных направлениях развития науки и техники. В рамках «инновационного лифта» создан механизм обмена информацией о перспективных инновационных проектах, налажена «передача» таких проектов от одного института развития к другому, происходит «стыковка» сферы исследований и разработок с бизнесом. Несомненно, проблемы есть (необходимо продолжать совершенствовать координацию между участниками инновационной системы), однако основа для развития отечественного рынка инноваций и инвестиций создана.

Как показал анализ функционирования эмитентов, покинувших сектор РИИ ММВБ, уровень развития рынка IPO зависит не только от количества компаний-эмитентов и развития инфраструктуры рынка, но и от качества

корпоративного управления после IPO. Созданный инвестиционной группой DaVinciCapital совместно с РВК фонд, нацеленный на инвестирование в высокотехнологичные российские быстрорастущие компании с потенциалом развития до международного уровня и их последующим выходом на IPO сделал акцент на понятии «Post-IPO стадия, что крайне важно для отечественного рынка. Выбытие из сектора РИИ ММВБ ОАО «Армада» и ОАО «РНТ», которые являлись своего рода примером для остальных участников рынка, оказало отрицательное влияние на доверие инвесторов. Цель фонда – развитие компаний с потенциалом осуществить выход на IPO – является очень важной для развития фондового рынка, поскольку по состоянию на 2015 год не удалось «вывести каждую пятую компанию» из IPOboard на РИИ, и венчурный капитал не всегда «служит своеобразным мостом к выходу инновационной компании на фондовый рынок» (пример ОАО «Дэшборд Системс» приведен в главе «Проблемы»). Более того, целью в долгосрочной перспективе должен стать переход компаний из сектора РИИ ММВБ на основную площадку по примеру TSX Venture Exchange (более 540 компаний стали «выпускниками» TSXV).

К слову о тех трудностях (и с отчетностью, и с раскрытием информации, и с взаимодействием, контактом с инвесторами), в связи с которыми компания не решается стать публичной – преодолевая эти трудности, компания выходит на новый уровень своего развития, повышает свою конкурентоспособность. Уходя в тень, бизнес пользуется временными преимуществами, находя некоторые пробелы, «лазейки» в законодательстве, но теряя жизнеспособность в условиях глобализации и высокой конкуренции, существующей на мировом рынке.

По нашему мнению, положительной тенденцией для российского рынка будет продолжение диверсификации отраслевой принадлежности компаний, выходящих на IPO. Нет сомнений в том, что компании, относящиеся к сырьевому сектору экономики, будут и дальше занимать сильные позиции. Однако, как показывает практика международного сотрудничества (и противостояния), наша экономика должна быть готова к любым

систематическим рискам, которые минимизировать можно лишь максимальной работоспособностью и готовностью к полному самообеспечению, по крайней мере, в наиболее важных для национального благосостояния отраслях. Также, на наш взгляд, благоприятно на функционирование российского рынка повлияет рост активности розничного инвестора в IPO (в Китае 10% данного участия обязательны).

Каким бы успешным/неуспешным ни было размещение (и позитивными/непозитивными мнения о нем), после IPO необходимо проводить не менее серьезную и напряженную работу, чем до него: регулярное взаимодействие с инвесторами, публикация отчетности, поддержка корпоративного сайта, раскрытие и правильная подача существенных фактов из жизни компании.

На наш взгляд, есть серьезная и финансовая, и психологическая нагрузка на эмитента, но эти трудности компания преодолевает – получает преимущества, растет, развивается, это выводит ее на новый уровень.

Финансирование является одной из важнейших проблем в условиях сложной с точки зрения политики и экономики ситуации. Отсутствие доступа к длинным деньгам – один из сдерживающих факторов роста рынка инноваций в России. Мировой опыт подтверждает: эффективность и доступность «длинных денег» - один из источников роста инновационной экономики. В последние десятилетия постепенно возрастала роль пенсионных фондов и в развитых, и в развивающихся экономиках.

Исправление «болезней роста» и диспропорций рынка инновационно – технологического предпринимательства и венчурного инвестирования может происходить в том числе благодаря использованию пенсионных средств в качестве источников инвестиций в России.

В целом сложились условия для вовлечения в процесс развития российской инновационной экономики пенсионных средств. Минфин РФ, Минэкономразвития РФ и Банк России продолжат работу по расширению перечня активов, разрешенных для инвестирования пенсионных средств.

Важно, что пересмотр требований к активам, разрешенным для инвестирования средств пенсионных накоплений и размещения средств пенсионных резервов, должен быть взаимоувязан с развитием системы управления рисками в негосударственных пенсионных фондах. Необходимо введение в действие соответствующих защитных механизмов со стороны регулятора (Банк России проводит работу по анализу системы управления рисками в НПФ). Необходимо также избежать возможных политических и социальных рисков (особенно на фоне широкой общественной дискуссии о пенсионной реформе в Российской Федерации). Пенсионные накопления и пенсионные резервы предпочтительно инвестировать в качественные и ликвидные активы, уже имеющие определенную историю обращения на фондовом рынке.

Также необходимо рассматривать возможности сотрудничества в сфере развития фондового рынка с Китайской Народной Республикой. В работе приведено описание специализированной площадки для растущих компаний Китая. Конечно, юридические вопросы (признание юрисдикции) является очень важными. В соответствии с курсом на деоффшоризацию[84], более предпочтительным вариантом является согласование взаимовыгодных условий сотрудничества (в работе приведен пример размещения компании ОК «РУСАЛ» через иностранную юрисдикцию на Гонконгской фондовой бирже). На межгосударственном уровне согласовываются условия взаимодействия. Однако, учитывая намерение государства поддержать крупнейших российских эмитентов, можно рассматривать и перспективу сотрудничества с сектором для растущих компаний.

В целом государство осуществляет большой вклад в развитие отечественной инновационной системы. Серьезные игроки рынка зачастую относятся с недоверием к сегменту инновационных компаний на фондовом рынке. Однако положительный опыт западных площадок позволяет оптимистично оценивать будущие перспективы данного сегмента рынка.

[84]Федеральный закон от 24.11.2014 № 376-ФЗ "О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации (в части налогообложения прибыли контролируемых иностранных компаний и доходов иностранных организаций)"

Заметим, что не на всех зарубежных площадках есть строгие критерии к степени инновационности компаний. Должны ли мы убрать критерий «инновационность» или же им стоит позаимствовать у нас идею? Время покажет. Некоторые эксперты при запуске РИИ ММВБ сомневались в необходимости данного сегмента. Действительно, индекс показывает не лучшую динамику, цены акций некоторых компаний значительно упали (в работе рассчитана доходность). Однако сектор создан не для спекулятивных вложений, а для долгосрочных «разумных» инвестиций.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

Нормативные правовые акты и иные документы органов власти:

1. Об акционерных обществах: Федеральный закон [от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 06.04.2015)] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
2. О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ: Федеральный закон [от 21.07.2014 N 218-ФЗ (ред. от 22.12.2014)] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
3. "О науке и государственной научно-технической политике": Федеральный закон: [от 23.08.1996 N 127-ФЗ (ред. от 22.12.2014, с изм. от 20.04.2015)] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
4. "О негосударственных пенсионных фондах": Федеральный закон [от 07.05.1998 N 75-ФЗ ред. от 21.07.2014 с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2015]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
5. "О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации (в части налогообложения прибыли контролируемых иностранных компаний и доходов иностранных организаций)": Федеральный закон [от 24.11.2014 № 376-ФЗ]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
6. «Экономическое развитие и инновационная экономика»: госпрограмма [от 15.04.2014 № 316] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс» Портал государственных программ РФ
7. Подпрограмма «Развитие малого и среднего предпринимательства» госпрограммы "Экономическое развитие и инновационная экономика" [Электронный ресурс] – Электрон.дан. – Режим доступа: http://programs.gov.ru/Portal/programs/subActionsList?gpId=15&pgpId=14942B83-4764-49C6-9A47-6AD344905F42, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 15.04.2014
8. Указ Президента РФ от 7 июля 2011 г. N 899 "Об утверждении приоритетных направлений развития науки, технологий и техники в Российской Федерации и перечня критических технологий Российской Федерации". Справочно-правовая система «КонсультантПлюс»: www.consultant.ru
9. О Стратегии инновационного развития РФ на период до 2020 г.: распоряжение Правительства РФ [от 8 декабря 2011 г. № 2227-р] О рынке ценных бумаг: Федер. закон : [от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ : в посл. ред. от 28 июля 2012 г.] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «ГАРАНТ.РУ».
10. Стратегия развития рынка капиталов – 2020 [Электронный ресурс] . – Электрон. дан. –Режим доступа: http://www.nfa.ru/docs/strategy2020.pdf , свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2011 г.

11. Соглашение о взаимодействии институтов развития и заинтересованных организаций в сфере обеспечения непрерывного финансирования инновационных проектов на всех стадиях инновационного цикла [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.rvca.ru/rus/about/agreements/development-institutes/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 6.04.2010

Словари, справочники и энциклопедии:

12. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь - 5-е изд., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2006. — 495 с. — ISBN 5-16-002705-X.
13. Руководство Осло: рекомендации по сбору и анализу данных по инновациям. Совместная публикация ОЭСР и Евростата. Организация экономического сотрудничества и развития. М. : Статистическое бюро европейских сообществ, 2006. 192 с. ISBN 5-7602-0173-5.
14. Терминологический словарь [Электронный ресурс]: Федеральное государственное бюджетное научное учреждение "Научно-исследовательский институт — Республиканский исследовательский научно-консультационный центр экспертизы" (ФГБНУ НИИ РИНКЦЭ). – Электрон.дан. – Режим доступа: http://www.extech.ru/info/catalogs/terms/term_8.php#11, свободный. – Загл. с экрана.
15. Глоссарий инноваций [Электронный ресурс]: Единый информационно-аналитический портал государственной поддержки инновационного развития бизнеса. – Режим доступа: http://innovation.gov.ru/glossary, свободный.

Документальные и статистические публикации:

16. The Global Innovation Index 2012, 2013гг. [Электронный ресурс] – Электрон.дан. – Режим доступа: http://innovation.gov.ru/sites/default/files/documents/2014/25316/3922.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2014 г. [239]с.
17. RussianStartupRating 2014,2013,2012 гг. [Электронный ресурс]: проект РБК Инновации. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://i.rbc.ru/organization/item/russian_startup_rating, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2014г.
18. Рейтинг «ТехУспех» 2012, 2013, 2014 гг. [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.ratingtechup.ru/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2014г.
19. «Россия: курс на инновации» [Электронный ресурс]: Открытый экспертно-аналитический отчет о ходе реализации «Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года». – Электрон.дан. – №1. - Режим доступа: http://innovation.gov.ru/sites/default/files/documents/2014/20216/3525.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2013 год.

20. «Обзор рынка биотехнологий в России и оценка перспектив его развития» [Электронный ресурс]: Исследование компании Frost&Sullivan в сотрудничестве с Рынком инноваций и инвестиций Московской биржи и Российской венчурной компанией (ОАО «РВК»). – Электрон.дан. – Режим доступа: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/20141020_Russia%20Biotechnology%20Market_fin.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 20.10.2014.
21. "Китай: дорога на фондовый рынок" [Электронный ресурс]: аналитический отчет ОАО "Инвестиционной компании "Еврофинансы». – Электрон. дан. – Режим доступа: http://www.fcsm.ru/document.asp?ob_no=90257, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 06.02.2012.
22. «Россия: курс на инновации» [Электронный ресурс]: Открытый экспертно-аналитический отчет о ходе реализации «Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года» Выпуск II. – Электрон. дан. – Режим доступа: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/RUS%20Report-2014%20July22.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 20.07.2014 [39] с.
23. «MoneyTree. Навигатор венчурного рынка. Обзор венчурной индустрии России за 2013 год» [Электронный ресурс]: исследование PWC и РВК. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/201402_Money%20Tree2013_rus.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2014г.
24. «Обзор и оценка перспектив развития мирового и российского рынков информационных технологий» [Электронный ресурс]: исследование аналитического агентства IDC по заказу Московской Биржи и РВК. – Электрон. дан. –Режим доступа: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/obzor_it.pdf, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 11.02.2015
25. Ежемесячный обзор [Электронный ресурс]: Статистика РИИ ММВБ. – Электрон. дан. –Режим доступа: http://moex.com/s507, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. июль 2014
26. Листинг на Лондонской фондовой бирже [Электронный ресурс]: руководство для эмитентов, составленное консультантами PWC. – Режим доступа:http://www.pwc.com/en_UA/ua/services/capital-markets/assets/ua_successful_listing_in_london_rus.pdf, свободный. – Размещено 2013г.

Книги:

27. Мухамедьяров, А. М. Инновационный менеджмент: учеб. пособие. – М.: ИНФРА-М, 2008. - 137 стр. - ISBN 978-5-16-003094-4
28. Инновационный менеджмент. Учебник для бакалавров / Под ред. Горфинкеля В.Я., Попадюк Т.Г. – М.: Издательство "Проспект", 2014 г. - 483 с. – ISBN 978-5-392-11502-0.

29. А.В. Сурин, О.П. Молчанова Инновационный менеджмент: учебник МГУ им. М.В. Ломоносова. - М.: ИНФРА-М, 2008. - 368 с. - ISBN978-5-16-002086-0
30. Фатхутдинов, Р.А. Инновационный менеджмент: учебник для вузов. 6-е изд. / Р.А. Фатхутдинов — СПб.: Питер, 2008. - 448 с. – ISBN 978-5-392-07222-4.
31. Никифорова, В.Д. Рынок ценных бумаг: учебное пособие / В.Д. Никифорова – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2010. – 160с. - ISBN 978-5-7310-2564-5

Периодические издания:

32. И. Родионов, А. Меньшикова Развитие биржевых площадок для инновационных компаний: Россия и мировой опыт // Журнал «Рынок ценных бумаг» – М., 2013. – № 1. – С.18-22
33. В. Кочетков Инновации без инвестиций // «Рынок ценных бумаг». – М., 2013. - № 2. – С. 13-14.
34. А. Хвостиков Компании МСБ выходят из тени // «Рынок ценных бумаг». – М., 2013. - № 1. – С. 25-26
35. Е. Носкова Понятие "бизнес-МФО" может быть закреплено законодательно // Российская Бизнес-газета №995 (16) – С.11
36. С. Крюков Господдержка малого бизнеса должна идти по каналам институтов развития // Журнал МСП Банка «Истории успеха» – М., 2014. – № 3(17) – С.6-8.
37. «Армада» принесла убыток в 174 млн. руб. «Росинфокоминвесту» // Ведомости. – М., 2015. – 31 марта (№ 3801). – С.5.
38. Е. Шохина Пенсии для инноваций // Журнал «Эксперт Online». – Режим доступа: http://expert.ru/2014/08/13/pensii-dlya-innovatsij/, свободный.– Размещ. 13. 08. 2014
39. Д. Пряничников Мини-IPO на ММВБ: новые возможности привлечения капитала для малого и среднего бизнеса // Журнал "Рынок Ценных Бумаг Online». – Режим доступа: http://www.rcb.ru/ol/2011-01/92186/, свободный. – Размещ. 5.09.2011
40. Профессиональная конференция «Малый и средний бизнес Москвы и Московской области: варианты привлечения финансирования» // Журнал "Рынок Ценных Бумаг Online". – Режим доступа: http://www.rcb.ru/news/96483/, свободный. – Размещ. 7.10.2011
41. И. Герасимов, Г. Набережнов «Чистый отток капитала из России в 2014 году составил $151,5 млрд.» // Журнал «РБК Online». – Режим доступа: http://top.rbc.ru/finances/16/01/2015/54b96c5e9a7947490508d8d2, свободный. – Размещ. 16.01.2015.
42. «Российский венчурный рынок покажет меньше "выходов"?» // Журнал «РБК Online». – Режим доступа: http://i.rbc.ru/publication/analytic/rossijskij_venchurnyj_rynok_pokazhet_menshe, свободный. – Размещ. 23.06.2014

Электронные ресурсы:

43. Эмитенты РИИ ММВБ [Электронный ресурс]: данные РИИ ММВБ. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://moex.com/s68
44. Заседание Государственного совета [Электронный ресурс]. – Режим доступа: кремльпрезидент.рф/blog/vstupitelnoe_slovo_na_zasedanii_gosudarstvennogo_soveta_18_sentjabrja_2014_goda_moskva_kreml/2014-09-30-156, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 18.09.2014.
45. ММВБ Юридические аспекты проведения IPO [Электронный ресурс]: конференция РИИ ММВБ, партнер LegalCapitalPartners, М. Малиновский. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://moex.com/a2996, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2015 г.
46. Презентация РИИ ММВБ [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://moex.com/s25, свободный. – Размещ. апрель 2015
47. «ММВБ – высокотехнологичная биржа для высокотехнологичных компаний» [Электронный ресурс]: презентация Геннадия Марголита, вице - президента ММВБ – Электрон.дан. – Режим доступа: fs.moex.com/files/984/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2011 год
48. «Кредитование МСП – перспективный источник развития банковской системы» [Электронный ресурс]: открытая дискуссия с Президентом Ассоциации российских банков Г. Тосуняном». – Электрон.дан. – Режим доступа: http://arb.ru/arb/press-on-arb/garegin_tosunyan_kreditovanie_msp_perspektivnyy_istochnik_razvitiya_bankovskoy_s-9840105/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 09.09.2014.
49. Ход торгов по инструменту [Электронный ресурс]: данные РИИ ММВБ. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://moex.com/ru/issue.aspx?board=TQBR&code=RNAV
50. «Русские Навигационные Технологии» [Электронный ресурс]: проект РБК Инновации. – Электрон. дан. — Режим доступа: http://i.rbc.ru/organization/item/russkie_navigatsionnye_tehnologii, свободный. – Загл. с экрана.
51. «По итогам IPO ОАО «РНТ» привлекло более 300 млн. рублей» [Электронный ресурс]: интервью Генерального директора ОАО «Русские Навигационные Технологии» Бориса Сатовского. – Электрон. дан. –Режим доступа: http://www.press-release.ru/branches/finance/4c348b9182090/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 07.07.2010
52. «Акции РНТ исключены из сектора рынка инноваций и инвестиций ММВБ» [Электронный ресурс]: Новости компании Финам». – Электрон.дан.– Режим доступа: http://www.finam.ru/analysis/newsitem/akcii-rnt-isklyucheny-iz-sektora-rynka-innovaciiy-i-investiciiy-mmvb-20140811-1600/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 11.08.2014
53. «Русские навигационные технологии» [Электронный ресурс]: Новости эмитентов. – Электрон.дан.– Режим доступа: http://quote.rbc.ru/news/emitents/32760588/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 19.07. 2010 – 31.10. 2012

54. "УралсибКэпитал": "Армада" опубликовала высокие результаты за 2011 год по МСФО [Электронный ресурс]: комментарии аналитиков РБК QUOTE. – Электрон.дан.– Режим доступа: http://quote.rbc.ru/comments/2012/04/04/33610700.html, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 04.04.2012
55. «Инновационный лифт: от старт-апа до IPO. Диалог бизнеса и институтов развития» [Электронный ресурс]: Круглый стол в рамках Петербургского международного инновационного форума, организованный ММВБ. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://gov.spb.ru/gov/otrasl/c_industrial/news/39283/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2.10.2013.
56. «preIPO – кредитование» [Электронный ресурс]: кредитование юридических лиц ЗАО «Банк ФИНАМ». – Электрон.дан. – Режим доступа: http://finambank.ru/legal/credits/preipo/, свободный.
57. Истории успеха [Электронный ресурс]: государственная поддержка эмитентов. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://moex.com/s744, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 28/09/14.
58. «SberbankInvestmentResearch: "Армада" объявила результаты за 2012г. по МСФО» [Электронный ресурс]: комментарии аналитиков РБК QUOTE. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://quote.rbc.ru/comments/emitents/2013/04/05/33920393.html , свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 05.04.2013
59. ARMD «Армада» [Электронный ресурс]: новости РБК QUOTE. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://quote.rbc.ru/search/?q=%D0%B0%D1%80%D0%BC%D0%B0%D0%B4%D0%B0&x=43&y=10 , свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 04.04.2012 – 25.06.2014
60. «"МосБиржа" перенесла в раздел "Третий уровень" акции компаний, нарушивших требования раскрытия информации» [Электронный ресурс]: новости компаний, Финам. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://www.finam.ru/analysis/newsitem/mosbirzha-perenesla-v-razdel-tretiiy-uroven-akcii-kompaniiy-narushivshix-trebovaniya-raskrytiya-informacii-20141205-170355/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 05.12.2014
61. «Акции ОАО "АРМАДА" исключаются из индексов широкого рынка, второго эшелона и индекса ММВБ – инновации» [Электронный ресурс]: Новости и пресс-релизы, ММВБ. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://moex.com/n9466/?nt=101, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 18.05.2015
62. «Армада» лишилась компании «Программный продукт» [Электронный ресурс]: экономика, РБК. – Электрон. дан. –Режим доступа: http://top.rbc.ru/economics/22/08/2014/944355.shtml, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 22.08.2014
63. «Искомая величина: как стартапу привлечь инвестиции от миллиардера» [Электронный ресурс] :стартапы, Forbes. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://www.forbes.ru/svoi-biznes/startapy/288395-iskomaya-velichina-kak-

startapu-privlech-investitsii-ot-milliardera, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 14.05.2015
64. «Презентация компаний IPOboard для инвесторов» [Электронный ресурс]: Мероприятия и семинары, РИИ ММВБ. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://moex.com/e3778, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 24.01.13.
65. ОАО "Дэшборд Системс" [Электронный ресурс]: официальный сайт компании. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://www.boardmaps.com/, свободный. – Загл. с экрана.
66. Открытая лекция Министра финансов РФ в ФУ при Правительстве РФ 25.09.2014
67. «Частному инвестору надо держаться подальше от инноваций» [Электронный ресурс]: финансы, рынки, Forbes – Электрон.дан. – Режим доступа: http://www.forbes.ru/lichnye-dengi/tsennye-bumagi/70738-podalshe-ot-innovatsii 19.07.2011
68. «Создан первый в России инвестиционный фонд, развивающий рынок IPO технологичных компаний» [Электронный ресурс]: новости IPOboard. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://www.ipoboard.ru/ru/news/41a506347af1dbdad90cb1803d2cebd9, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 24.04.2015
69. Курс Канадского доллара (CAD) к Российскому рублю (RUR) [Электронный ресурс] : Официальные курсы валют на заданную дату, устанавливаемые ежедневно. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/CURRENCY_BASE/daily.aspx?date_req=10.04.2015, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 10/04/15.
70. Электронная информационно-торговая система IPOboard [Электронный ресурс]– Режим доступа: http://www.ipoboard.ru/, свободный.

Литература на иностранных языках:

71. T. Kloet, K. Cowan / Public Equity Markets and Early Stage Companies [Электронный ресурс]: The World Federation of Exchanges. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://www.world-exchanges.org/insight/views/public-equity-markets-and-early-stage-companies, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2012 г.
72. Our markets at a glance [Электронный ресурс]: TMX GROUP. – Электрон. дан. – Режим доступа: http://www.tsx.com/, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 2015 г.
73. NYSE MKT Company Guide [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://wallstreet.cch.com/MKTtools/PlatformViewer.asp?SelectedNode=chp_1_1_1&manual=/MKT/CompanyGuide/mkt-company-guide/, свободный. – Загл. с экрана.
74. Listing Requirements and Procedures [Электронный ресурс]: The Hong Kong Stock Exchange (HKEx). – Режим доступа: http://www.hkex.com.hk/eng/listing/listreq_pro/ListReq.htm, свободный. – Размещено 2015 г.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение А.

The Global Startup Ecosystem Index

Ecosystem	Ranking	Startup Output Index	Funding Index	Performance Index	Talent Index	Support Index	Mindset Index	Trendsetter Index	Differentiation from SV Index
Silicon Valley	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Tel Aviv	2	2	1	12	5	5	9	17	18
Los Angeles	3	4	6	2	3	13	11	4	11
Seattle	4	19	7	6	2	4	6	11	14
New York City	5	3	4	8	12	9	8	7	8
Boston	6	10	1	7	7	6	7	5	20
London	7	7	8	10	9	2	3	14	17
Toronto	8	6	9	3	10	3	15	12	5
Vancouver	9	13	12	9	4	14	2	9	19
Chicago	10	8	15	5	14	7	13	18	9
Paris	11	14	13	4	17	8	12	15	6
Sydney	12	5	14	16	6	12	16	1	3
Sao Paulo	13	9	10	15	19	11	5	16	4
Moscow	14	16	19	18	11	10	14	8	2
Berlin	15	15	11	13	13	20	18	5	16
Waterloo	16	11	16	14	16	17	17	10	13
Singapore	17	18	8	19	8	16	20	19	12
Melbourne	18	12	17	20	15	18	19	3	15
Bangalore	19	17	18	17	18	15	10	20	10
Santiago	20	20	20	11	20	19	4	13	7

Moscow

Component Index

	Moscow	Silicon Valley
Startup Output Index	16th	1st
Funding Index	19th	1st
Company Performance Index	18th	1st
Talent Index	11th	1st
Support Index	10th	1st
Mindset Index	14th	1st
Trendsetter Index	8th	1st
Differentiation from SV Index	2nd	1st

Рисунок А.1 – The Global Startup Ecosystem Index[85].

[85]TheStartupEcosystemReport 2012 [Электронный ресурс]. – Электрон.дан. – Режим доступа: http://blog.digital.telefonica.com/?press-release=startup-ecosystem-report-2012, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 20.11.2012

Приложение Б.

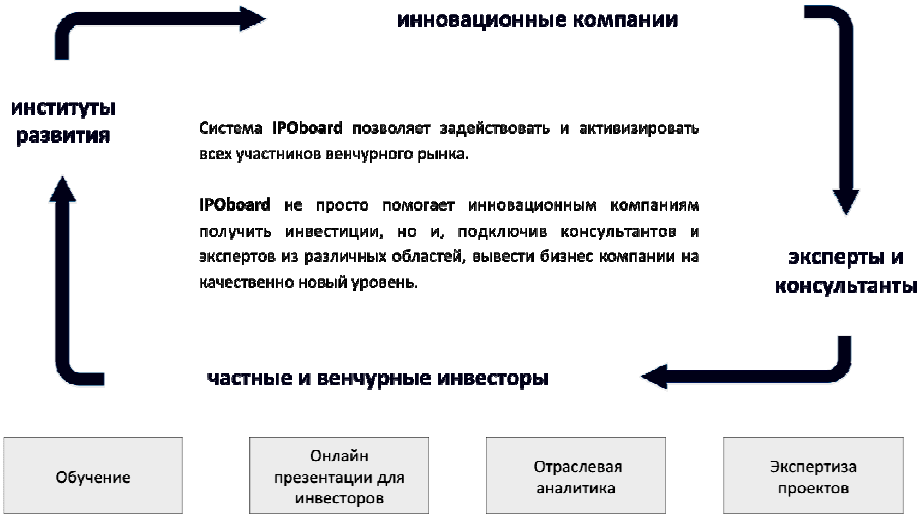

Рисунок Б.3 - Схема работы IPOboard.

Приложение В.

Company Name / Peers	Stock Exchange	Mcap, $ mln	1m Av Trade Volume, $ mln	Turnover Velocity
Technology				
RNT	**Moscow Exchange (ilM)**	**13,9**	**0,81**	**0,70**
Norsat International	TSX	28,3	1,48	0,63
Wireless Telecom Group	NASDAQ	35,0	1,65	0,57
MTI Wireless Edge	LSE (AIM)	10,5	0,08	0,09
Average for peers		*24,6*	*1,1*	*0,43*
Biotech				
HSCI	**Moscow Exchange (ilM)**	**39,2**	**0,84**	**0,26**
Living Cell Technologies	NYSE	11,5	0,21	0,22
CRX CYPROTEX	LSE (AIM)	17,3	0,09	0,06
Plethora Solutions	LSE (AIM)	12,4	0,11	0,11
Average for peers		*13,7*	*0,14*	*0,13*
Life Science				
Pharmsintez	**Moscow Exchange (ilM)**	**44,6**	**0,63**	**0,17**
Sanochemia Pharmazeutika AG	DB Xetra	29,6	0,28	0,11
Immupharma Plc	LSE (AIM)	36,9	0,22	0,07
GW Pharmaceuticals	LSE (AIM)	64,8	0,45	0,08
Average for peers		*43,8*	*0,32*	*0,09*
IT & Telecoms				
SkyComputing	**Moscow Exchange (ilM)**	**15,9**	**6,11**	**4,60**
Eit	LSE (AIM)	10,5	3,14	3,59
IS Solutions	LSE (AIM)	17,3	4,70	3,25
SYGNITY	NASDAQ	40,8	5,22	1,54
Average for peers		*22,9*	*4,35*	*2,79*
Medical Equipment				
Plazmek	**Moscow Exchange (ilM)**	**19,6**	**1,22**	**0,75**
HIO Healthcare	LSE (AIM)	10,2	0,23	0,27
VINDON	LSE (AIM)	12,5	0,34	0,33
Alpha Pro Tech	NASDAQ	29,2	0,88	0,36
Average for peers		*17,3*	*0,48*	*0,32*

Рисунок В.4 – Показатели биржевого оборота.

Приложение Г.

Таблица Г. 1 – Капитализация эмитентов 2011 год.

2011 год	Капитализация (МС)
БИОМЕДИЦИНА И ФАРМАЦЕВТИКА	*3849 млн.руб.*
Фармсинтез / LIFE	969 млн.руб.
ИСКЧ/ISKJ	839 млн.руб
ДИОД/DIOD	2 041 млн.руб.
ИНФОРМАЦИОННЫЕ ТЕХНОЛОГИИ (ИТ) и МЕДИА	*8048 млн.руб.*
Армада/ARMD	4 311 млн.руб.
Платформа Ютинет.ру/UTII	3 414 млн.руб.
O2TB/ODVA	323 млн.руб.
ХИМИЧЕСКАЯ ОТРАСЛЬ	179 млн.руб
НЕКК/NEKK	179 млн.руб
ПЛАЗМЕННЫЕ ТЕХНОЛОГИИ	714 млн. руб.
ПЛАЗМЕК/PLSM	714 млн. руб.

Приложение Д.

Таблица Д. 2 – Выручка эмитентов за год до IPO

Название	Дата допуска	Инновационная отрасль	Год основания	Выручка за последний год перед IPO (в руб.)	Количество лет
ОАО "Медиахолдинг"	01.09.2008	Информационно-телекоммуникационные системы	2004	83 000 000	4
ОАО "НЕКК"	25.03.2009	Чистые технологии и новые материалы	1992	117 600 000	17
ОАО "ДИОД"	03.06.2010	Биотехнологии и медицинские технологии	1992	1 558 689 000	18
ОАО "РНТ"	30.06.2010	Информационно-телекоммуникационные системы	2000	210 000 000	10
ОАО "Фармсинтез"	22.11.2010	Биотехнологии и медицинские технологии	1996	228 000 000	14
ОАО "ДЗРД"	24.12.2010	Энергетика и энергоэффективность	1993	362 790 000	17
ОАО "Платформа ЮТИНЕТ.РУ"	14.06.2011	Интернет технологии	2004	980 011 000	7
ОАО "Наука-Связь"	08.12.2011	Информационно-телекоммуникационные системы	1999	776 000 000	12
ОАО "ВТОРРЕСУРСЫ"	16.07.2012	Интернет технологии	2005	248 033 000	7
ОАО "ЧЗПСН-Профнастил"	14.08.2012	Чистые технологии и новые материалы	1974/2005	1 755 000 000	7
ОАО "СкайКомпьютинг"	27.08.2012	Интернет технологии	2007	2 600 000	5
ОАО "Левенгук"	09.11.2012	Новые материалы	2002	38 992 000	10
ОАО "Группа Компаний "Роллман"	12.12.2012	Чистые технологии и новые материалы	1993	12 842 700 000	19
ОАО "Мультисистема"	12.12.2012	Энергетика и энергоэффективность	2002	262 300 000	10

ОАО "Дальэнергомаш"	08.08.2013	Энергетика и энергоэффективность	2004	1 300 000 000	9
ОАО "ТПГ АЭССЕЛЬ"	12.11.2013	Чистые технологии и новые материалы	1992	91 389 000	21
ОАО "ОАК"	17.04.2014	Разработка, производство, реализация и послепродажное	2006	220 065 000 000 (http://www.uacrussia.ru/ru/investors/reports/ http://www.uacrussia.ru/upload/iblock/84d/84d69e4e9360307241984660058b5b83.pdf)	8
		обслуживание военной, гражданской, транспортной			
		и специальной авиационной техники		12100000000 (Новости ОАО "ОАК" http://www.aviastar-sp.ru/press_center/news_oak/1634/)	

Приложение Е.

Таблицы Е. 3 – 5. TSX Venture Exchange.

	TMX TSX Venture Exchange		TMX Toronto Stock Exchange	
Количество компаний, акции которых котируются на фондовой бирже Listed Companies	2,141		1,532	
	Руб.	*C$*	Руб.	*C$*
Рыночная стоимость Quoted Market Value	1390,2 млрд.	$33.1B	97515,6 млрд.	$2,321.8B
Медианная Рыночная Капитализация Median Market Capitalization	105 млн.	$2.5M	4830 млн.	$115.0M
Средняя рыночная капитализация Average Market Capitalization	651 млн.	$15.5M	63 млрд.	$1.5B
Общее Финансирование TotalFinancings	159,6 млрд.	$3.8B	1675,8 млрд.	$39.9B
Среднее Финансирование AverageFinancing	100,8 млн.	$2.4M	2793 млн.	$ 66.5M
Перешедшие на TSX Graduates to TSX		-		20

TSX Venture Exchange	April 2015	March 2015	April 2014
Объем торгов Volume	3,517,349,162	3,621,365,977	3,718,060,006
Value	1,197,973,608	$945,517,650	$1,935,982,515
Сделки Transactions	455,476	428,839	642,559
Индекс S&P/TSX Venture Composite Index Close	696.00	680.07	1,001.50
Daily Averages			
Объем торгов Volume	167.5 million	164.6 million	177.1 million
Value	$57.0 million	$43.0 million	$92.2 million
Сделки Transactions	21,689	19,493	30,598

	Toronto Stock Exchange	TSX Venture Exchange
Листинговые Сборы Listing Fees	$10,000 - $200,000	$7,500 - $40,000
Бухгалтерские и аудиторские услуги Accounting and Auditing Fees	$75,000 - $100,000	$25,000 - $100,000
Юридические услуги Legal Fees	$400,000 - $750,000	$75,000+
Комиссии андеррайтеров Underwriters' Commission	4 - 6 %	Up to 12 %

Приложение Ж.

Таблицы Ж. 6-8. NYSE MKT.

Количественные стандарты	Standard 1	Standard 2	Standard 3	Standard 4
Доход до уплаты налога на прибыль (в последний финансовый год или в два из последних трех)	37500000 руб. $750,000			
Рыночная капитализация или Совокупные активы и совокупный доход			2’500’000’000 руб. $50 mm	$75 mm или $75 mm и $75 mm
Рыночная стоимость публичного размещения Market Value Of Public Float	150’000’000 руб. $3 mm	750’000’000 руб. $15 mm	750’000’000 руб. $15 mm	1000’000’000 руб. $20 mm
Доля акционеров в средствах предприятия	200’000’000 руб. $4 mm	200’000’000 руб. $4 mm	200’000’000 руб. $4 mm	
Минимальная цена	150 руб. $3.00	150 руб. $3.00	100 руб. $2.00	150 руб. $3.00
История существования		2 years		

Критерий	Option 1	Option 2	Option 3
Public shareholders	800	400	400
Public Float (shares)	500,000	1,000,000	500,000
Ежедневный объем торгов (6 предшествующих месяцев)	-	-	2,000 shares

Shares Outstanding		Fees
Less than 5,000,000 shares	2’500’000 руб.	$50,000
5,000,000 to 10,000,000 shares	2750000 руб.	$55,000
10,000,001 to 15,000,000 shares	3000000 руб.	$60,000
In excess of 15,000,000 shares	3500000 руб.	$70,000

Приложение З.

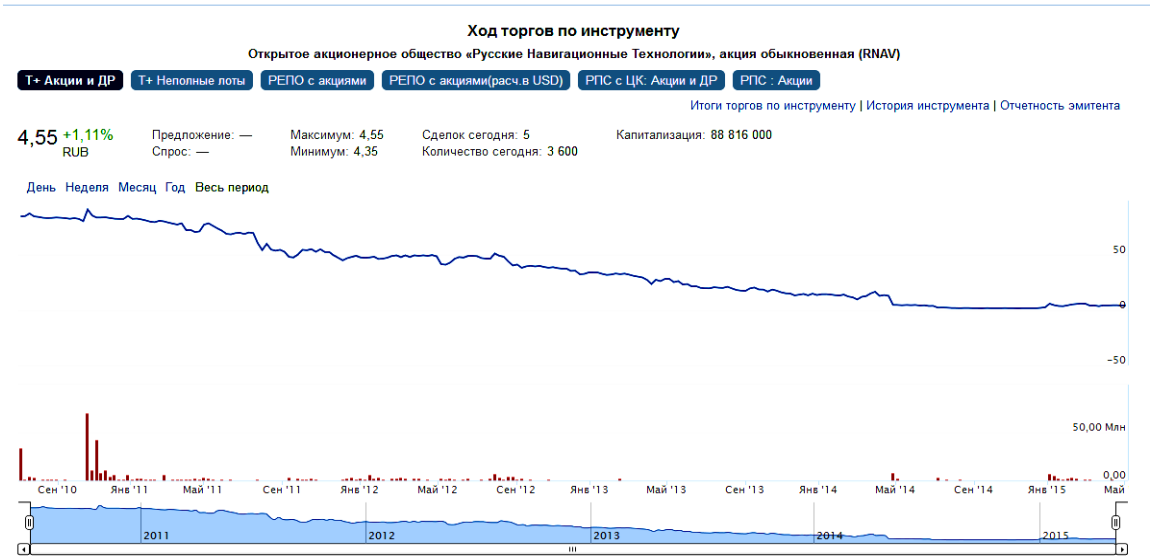

Рисунок З.5 –Ход торгов по инструменту ОАО «РНТ», акция обыкновенная.

Приложение И.

Рисунок И.6 –Ход торгов по инструменту ОАО «Армада», акция обыкновенная.

Приложение К.

Таблица К. 10 – Открытые акционерные общества в составе рейтинга «ТехУспех», составлена автором по данным рейтинга «ТехУспех» 2012-2014 гг.

критерий	год	из	ОАО			
	2012	10	0			
		30	1	ОАО НИПОМ	Нижний Новгород	электротехника
		100	6	ОАО «НПО “Стример”»	Санкт-Петербург	электротехника
				ОАО «НПП “Альфа-прибор”»	Тула	приборостроение
				ОАО «Сибирский агропромышленный дом»	Новосибирская обл., пос. Краснообск	машиностроение
				ОАО НИПОМ	Нижний Новгород	электротехника
				ОАО Прима Телеком	Красноярск	телекоммуникации
				ОАО РНТ	Москва	телекоммуникации
Самые инновационные	2013	10	1	ОАО "Институт Стволовых Клеток Человека"	Москва	Фармацевтика и медицинская техника
		50	2	ОАО "Институт Стволовых Клеток Человека"	Москва	Фармацевтика и медицинская техника
				ОАО "Армада"	Москва	Информационные и коммуникационные технологии
	2014	10	1	ОАО «ИСКЧ»	Москва	Биотех
		50	3	ОАО «ИСКЧ»	Москва	Биотех
				ОАО «ОНПП «Технология»	Калужская обл.	Материалы
				ОАО «Телеофис»	Москва	Приборостроение
		80	7	ОАО «ИСКЧ»	Москва	Биотех
				ОАО «ОНПП «Технология»	Калужская обл.	Материалы
				ОАО «Телеофис»	Москва	Приборостроение
				ОАО «ЭЛАРА»	Чувашская республика	Электроника
				ОАО «НПО Стеклопластик»	Московская обл.	Материалы
				ОАО «ИнфоТеКС»	Москва	ИТ
				ОАО «Завод «Электроприбор»	Чувашская Республика	Электротехника

Приложение Л.

Рисунок Л. 7 – Распределение инвестиций по секторам экономики за 2007-2014 гг.

Рисунок Л. 8 –Объем инвестиций по приоритетным направлениям модернизации технологического развития экономики за 2007-2014 гг.

Приложение М.

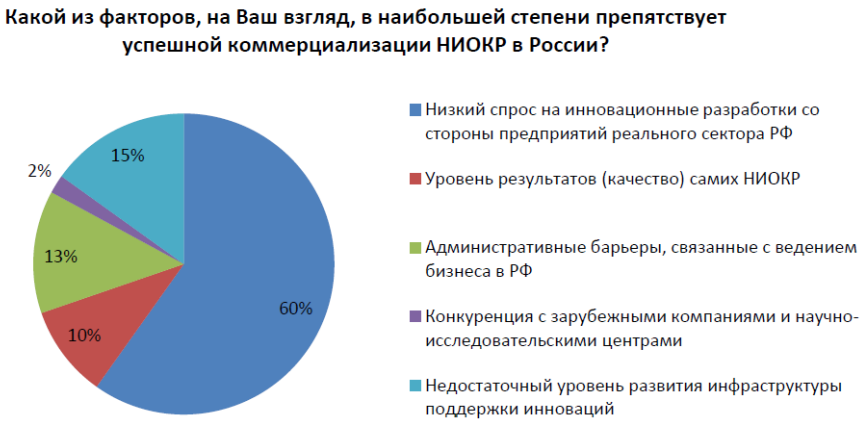

Рисунок М. 9 – Факторы, препятствующие коммерциализации НИОКР в России.

«___» _____ 20__г. _____

(дата сдачи работы на кафедру) *(подпись автора)*