

**Оксана Деришева**

руководитель департамента листинга ОАО «Фондовая биржа «Российская Торговая Система»»,
канд. экон. наук

**Алексей Федоров**

руководитель отдела размещений ценных бумаг
ОАО «Фондовая биржа «Российская Торговая Система»»

RTS START – СТАРТОВАЯ ПЛОЩАДКА РТС ДЛЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ МАЛОЙ И СРЕДНЕЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ

В условиях растущей российской экономики роль фондового рынка продолжает неуклонно расти. Все больше отечественных компаний предпочитают публичность закрытости.

Увеличивается количество компаний, проводивших IPO, растут объемы привлеченных денежных средств путем публичного размещения акций. Так, с 2002 по 2006 г. количество компаний, проводивших публичное размещение своих акций на российском рынке ценных бумаг, увеличилось в 16 раз, а средний объем денежных средств, привлеченных в ходе проведения IPO на территории России, вырос более чем в 34 раза. Однако при ближайшем рассмотрении становится очевидным, что IPO проводят крупные компании, среди которых — лидеры отраслей, а также государственные компа-

нии федерального и регионального значения. Данный круг эмитентов достаточно хорошо известен российским и зарубежным инвесторам, что является несомненным плюсом в ходе привлечения акционерного капитала путем проведения публичного предложения акций неограниченному кругу лиц.

Однако вопрос выхода на рынок ценных бумаг компаний малой и средней капитализации (в том числе и региональных) до 2006 г. в полной мере никем не рассматривался. Предлагаемые специалистами решения прежде всего были ориентированы на крупные, реже — на

средние компании. Требования, которые в соответствии с законодательством предъявляли к эмитентам российские фондовые биржи, для многих российских компаний по-прежнему оставались трудновыполнимыми. В результате этого среди основных источников финансирования небольших компаний преобладают собственные средства, банковские кредиты и отчасти вексельные займы.

Кроме того, активное развитие зарубежных торговых площадок, появление новых публичных компаний, рост объемов торгов ценными бумагами, а также уровня инвестиций, привлеченных в ходе

проведения IPO, свидетельствуют о востребованности механизмов фондового рынка небольшими компаниями, как национальными, так и иностранными.

Российские компании (а также компании, владеющие российскими акциями) здесь не были исключены. Еще к концу 2005 г. уже насчитывалось более 10 российских компаний, допущенных к торгам на Лондонском рынке альтернативных инвестиций (AIM). В 2006 г. тенденция роста числа российских компаний, вышедших на AIM, сохранилась.

ный опыт, ОАО «Фондовая биржа «Российская Торговая Система»» (РТС) с весны 2006 г. приступила к работе над проектом RTS START. С 30 января 2007 г. площадка RTS START начала свою работу.

Проект призван способствовать допуску ценных бумаг эмитентов малой и средней капитализации (далее — небольшой капитализации) к торгам в процессе размещения и/или обращения.

Цели проекта:

- увеличить количество обращаемых на российском рынке ценных бумаг;

список» (раздел списка ценных бумаг, допущенных к торгам без прохождения процедуры листинга) (табл. 1).

В RTS START могут быть включены акции и/или облигации эмитента в том случае, если:

- осуществлена регистрация спектра ценных бумаг;
- осуществлена государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг эмитента или в ФСФР России представлено уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг;
- эмитентом ценных бумаг соблюдаются требования законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и нормативных правовых актах ФСФР России, в том числе о раскрытии информации на рынке ценных бумаг;
- капитализация акций не превышает 3 млрд руб. (при включении в RTS START акций);

- объем выпуска корпоративных облигаций по номинальной стоимости не превышает 500 млн руб. (при включении в RTS START корпоративных облигаций);
- уполномоченный финансовый консультант (УФК) представил на биржу аналитический отчет, содержащий информацию о финансово-экономическом состоянии эмитента и факторах риска; краткую характеристику рынка (отрасли), на котором работает эмитент; оценку справедливой цены включаемых в RTS START ценных бумаг, а также дополнительную информацию по усмотрению УФК. В случае отсутствия договора с УФК (для внесписочных ценных бумаг при обращении) аналитический отчет на биржу представляет маркетмейкер;

- эмитент представил копию договора с УФК на период нахождения его ценных бумаг в RTS START (исключение может составлять включение ценных бумаг во внесписочный раздел по заявлению участника торгов РТС);

- заключен договор (договоры) о выполнении в течение не менее 6 мес. с первого дня торгов ценными бумагами в RTS START обязательств маркетмейкера (Договор о выполнении обязательств маркетмейкера). Функции маркетмейкера и УФК одного и того же эмитента по решению эмитента может выполнять один профессиональный участник рынка ценных бумаг.

Также эмитент ценных бумаг должен принять на себя обязательства:

- сообщить бирже о расторжении договора с УФК не позднее чем за 15 дней до даты расторжения;

Таблица 1. ВКЛЮЧЕНИЕ ЦЕННЫХ БУМАГ В RTS START В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ВИДА И РАЗДЕЛА СПИСКА

Вид инструмента	Котируемые списки			«Внесписок»
	«Б»	«В»	«И»	
Акции	Включены	Включены	Включены	Включены
Облигации	Включены	Включены	Не включены	Включены

Для стимулирования небольших отечественных компаний к проведению IPO в России необходимо было внести изменения в российское законодательство, позволяющие создать благоприятные условия для выхода на фондовый рынок компаний малой и средней капитализации.

С учетом зарубежного опыта рынков альтернативных инвестиций был внесен ряд поправок в федеральные законы, а также в нормативные правовые акты ФСФР России. Благодаря этому компании малой и средней капитализации получили новые возможности для привлечения финансирования на организованном рынке ценных бумаг.

Новациями данных изменений явились:

- дополнение линейки разделов списка ценных бумаг, допущенных к торгам, — появление нового котировального списка «И» («Инвестиционный»)¹;
- предоставление возможности проведения IPO одновременно в России и за рубежом («двойных» IPO);
- оптимизация процесса эмиссии ценных бумаг.

Таким образом, небольшие компании были мотивированы на то, чтобы пройти листинг на российских фондовых биржах.

ПРАВИЛА БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ НА «РУССКОМ AIM»

Основываясь на новой законодательной базе, а также опираясь на собствен-

- предоставить возможность небольшим, динамично развивающимся компаниям создать и повысить капитализацию;
- предоставить возможность небольшим компаниям, ранее вышедшим на торги фондовой биржи, «расторговать» свои ценные бумаги;
- обеспечить возможность привлечения капитала в реальный сектор экономики с помощью фондового рынка.

RTS START является сегментом основных торгов биржевого рынка ценных бумаг РТС, в котором к ценным бумагам и их эмитентам, помимо основных условий, предъявляется еще ряд требований, направленных на защиту прав и законных интересов инвесторов.

RTS START имеет схожий с AIM принцип работы. Однако, в отличие от AIM, который является нерегулируемым рынком и выстраивает свою работу на базе отдельной торговой площадки, RTS START, наоборот, интегрирован в основные торги РТС и базируется на их правилах и технологиях.

Ценные бумаги эмитента, включаемые в Сегмент RTS START, одновременно допускаются к торгам в РТС.

В RTS START могут быть допущены к торгам следующие виды ценных бумаг эмитента:

- обыкновенные и/или привилегированные акции;
- корпоративные облигации.

Указанные ценные бумаги могут быть включены в RTS START при условии, что они допускаются к торгам (уже допущены к торгам) в РТС в одном из разделов списка ценных бумаг: «Б», «В», «И» и «Вне-

¹ Деришева О., Федоров А. Листинг ценных бумаг в России // Акционерное Общество: вопросы корпоративного управления. 2006. №12 (31).

- заключить в течение 1 мес. с даты расторжения новый договор с УФК и сообщить об этом факте бирже в течение 1 рабочего дня после его заключения.

Заявители ценных бумаг в *RTS START* в зависимости от раздела списка ценных бумаг (доступного в рамках *RTS START*) представлены в табл. 2.

Также следует обратить особое внимание на инфраструктуру данного сегмента. При включении ценных бумаг в сегмент *RTS START* эмитент должен привлечь уполномоченного финансового консультанта и маркетмейкера, заключив соответствующие договоры. Оба этих участника играют важную роль в размещении и/или обращении ценных бумаг эмитентов небольшой капитализации.

Уполномоченный финансовый консультант (УФК) — профессиональный участник рынка ценных бумаг, имеющий лицензию на осуществление брокерской и/или дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, заключивший с эмитентом ценных бумаг соответствующий договор. В обязанности уполномоченного финансового консультанта входит:

- в случае допуска ценных бумаг к торгам:
 - подписание последнего ежеквартального отчета эмитента;
 - подготовка и представление на биржу аналитического отчета;
 - обеспечение своевременного и полного раскрытия информации на постоянной основе в течение всего срока обращения ценных бумаг эмитента в *RTS START*;
 - в случае размещения дополнительного выпуска ценных бумаг:
 - подписание проспекта ценных бумаг;
 - представление Экспертного заключения по инвестиционному проекту, требующему привлечения капитала (для эмитентов ценных бумаг, занимающихся научно-технической деятельностью либо осуществляющих свою деятельность с использованием прикладных научных исследований).
- Уполномоченный финансовый консультант также может выполнять функции маркетмейкера.

Маркетмейкер — профессиональный участник рынка ценных бумаг, имеющий лицензию на осуществление брокерской и/или дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, являющийся участником торгов фондовой биржи РТС, заключивший с эмитентом ценных бумаг соответствующий договор.

В обязанности маркетмейкера входит:

- обеспечение ликвидности ценных бумаг эмитента на вторичном рынке ценных бумаг посредством поддержания двусторонних котировок в пределах заданно-

го спреда на определенном временном отрезке периода торговой сессии;

- оказание услуг по процедурам включения и поддержания ценных бумаг эмитента в котировальных списках биржи;
- незамедлительное информирование эмитента о случаях, препятствующих выполнению маркетмейкером своих обязательств.

Кроме того, успешность реализации инвестиционных стратегий эмитентов в РТС обеспечивается не только с помощью специально созданного института маркет-

Как уже отмечалось, развитие многих компаний в России сегодня финансируется по большей части за счет их собственных средств, банковского кредитования и небольших вексельных программ. Однако эти источники финансирования имеют свою специфику и ряд существенных ограничений.

С конца января по начало мая 2007 г. в *RTS START* уже было включено 4 эмитента (табл. 4). С акциями этих эмитентов в *RTS START* было заключено около 30 сделок на сумму почти 500 тыс. долл.

Таблица 2. ЗАЯВИТЕЛЬ ЦЕННЫХ БУМАГ В *RTS START* В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РАЗДЕЛА СПИСКА

Допуск ценных бумаг к торгам	Котировальные списки			«Внесписок»
	«Б»	«В»	«И»	
В процессе размещения	Эмитент + УФК	Эмитент + УФК	Эмитент + УФК	Эмитент + УФК
В процессе обращения	Эмитент + УФК	Эмитент + УФК	Эмитент + УФК	Эмитент + УФК/ маркетмейкер

мейкеров, но и с помощью сформированного пула партнеров: юридических консультантов, аудиторов, *PR*- и *IR*-агентств, оказывающих услуги по подготовке и сопровождению допуска ценных бумаг к торгам в процессе их размещения и/или обращения.

По состоянию на конец мая 2007 г. в *RTS START*:

- аккредитовано в качестве УФК — 31 компания;
- выполняют обязательства маркетмейкеров — 3 компании;
- аккредитовано в качестве:
 - аудиторов — 9 компаний;
 - юридических консультантов — 6 компаний;
 - *PR*- и *IR*-агентств — 8 компаний.

Информация обо всех перечисленных компаниях представлена на сайте РТС <http://www.rts.ru>.

В сформированную инфраструктуру входят представители, чье участие:

- обязательно:
 - уполномоченный финансовый консультант;
 - маркетмейкер;
 - аудитор.
- желательно:
 - юридический консультант;
 - *PR*- и *IR*-агентства.

Также эмитенту при подготовке к выходу в *RTS START* и нахождении в нем необходимо учитывать требования российского законодательства, касающиеся участия сторонних организаций в процессе эмиссии и обращения ценных бумаг. Обязательное и желательное участие сторонних организаций в процессе эмиссии и обращения ценных бумаг эмитента оговорено в табл. 3.

Показатели капитализации ОАО «БФ «Коммунар», ОАО «Косогорский металлургический завод» и ОАО «Нефтекамский автозавод», определенные их маркетмейкерами перед включением в *RTS START*, выросли на 19, 59 и 17% соответственно. Показатель капитализации ОАО «Сибирский горно-металлургический альянс», наоборот, сократился на 9% по сравнению с аналогичным показателем, определенным маркетмейкером данного эмитента в *RTS START*. Причиной снижения капитализации компании могла послужить информация о неподтвержденных геологической разведкой данных о залежах на одном из рудников эмитента.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПАРАМЕТРОВ ЦЕННЫХ БУМАГ

Для более четкого позиционирования ценных бумаг эмитентов, допущенных к торгам в сегменте *RTS START*, определим их положение по шкале эшелонирования, а также место по цветовой классификации (цвет «фишки»).

Несмотря на мнимую схожесть данных «методик», они лежат в различных плоскостях и ориентированы на разные группы эмитентов:

- положение по шкале эшелонирования применяются к эмитентам ценных бумаг вне зависимости от их вида (акции, облигации) или типа (акции обыкновенные, привилегированные);
- положение по цветовой классификации применяется непосредственно к эмитентам акций. Причем в подавляющем большинстве случаев речь идет именно об обыкновенных акциях эмитента.

Единых общепринятых (утвержденных) количественных показателей, позволяющих отнести эмитента к тому или иному эшелону, а его акции — к цветовой классификации, не существует. Методики разных аналитиков могут учитывать: величину спрэдов, объемы торгов, количество сделок, плотность котировок, глубину «стакана заявок», количество ценных бумаг в обращении и т. д.

Шкала эшелонирования эмитентов ценных бумаг

Эшелон эмитентов — группа эмитентов ценных бумаг, объединенных примерно одинаковой степенью надежности и привлекательности для инвесторов.

В большинстве случаев эксперты делят всех эмитентов, чьи ценные бумаги торгуются на рынке, на 4 эшелона:

- первый эшелон — самые ликвидные и надежные ценные бумаги эмитентов;
- второй эшелон — ликвидные и надежные ценные бумаги эмитентов, которые по определенным причинам не могут быть отнесены к первому эшелону;
- третий эшелон — ценные бумаги эмитентов с меньшей степенью надежности, по сравнению со вторым эшелонном;
- четвертый эшелон — остальные эмитенты, чьи ценные бумаги допущены к обращению и/или котированию на рынке ценных бумаг.

Однако границы эшелонов практически всегда размыты, и один и тот же эмитент может быть отнесен разными участниками торгов к разным эшелонам. И если с формированием состава эмитентов первого

эшелона все более или менее понятно (специалисты выделяют 10–15 эмитентов), то отделить состав эмитентов второго эшелона от состава эмитентов третьего уже не так легко. Обособление состава третьего эшелона от состава эмитентов четвертого — еще более сложная задача.

Это приводит к тому, что часто специалисты (в том числе и в силу корректности при работе с эмитентами) не проводят четких границ между эшелонами, особенно вторым и третьим, объединяя их под названием «второй эшелон».

Качество эмитента определяет его положение по шкале эшелонирования и оказывает влияние на качество его ценных бумаг, допущенных к торгам. Таким образом, характеристика рынка по отдельно взятым ценным бумагам является

Таблица 3. УЧАСТИЕ СТОРОННИХ ОРГАНИЗАЦИЙ В ПРОЦЕССЕ ЭМИССИИ И ОБРАЩЕНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ ЭМИТЕНТА

Документ						Подписывается	Подпись на документе подтверждает
Решение о выпуске	Проспект ценных бумаг	Меморандум	Отчет	Уведомление	Ежеквартальный отчет		
			Об итогах выпуска				
Подпись необходима	Подпись необходима	Подпись необходима	Подпись необходима	Подпись необходима	Подпись необходима	Лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа	
—	Подпись необходима	—	Подпись необходима	Подпись необходима	Подпись необходима	Главным бухгалтером	Достоверность и полноту всей информации
—	—	—	—	Подпись необходима	—	Брокером, оказывающим эмитенту услуги по размещению ценных бумаг	
—	Подпись необходима	—	—	—	Подпись возможна	Аудитором	Достоверность информации в указанной ими части
—	Подпись необходима	—	—	—	Подпись возможна	Независимым оценщиком	
—	Подпись необходима	—	—	—	—	Третьим лицом, предоставляющим обеспечение*	Достоверность информации о предоставленном обеспечении
—	Подпись необходима	Подпись необходима	Подпись необходима	—	Подпись необходима	Уполномоченным финансовым консультантом**	Достоверность и полноту информации, за исключением части, подтвержденной аудитором и (или) оценщиком
—	Подпись возможна	Подпись возможна	Подпись возможна	—	Подпись возможна	Финансовым консультантом	
—	Подпись возможна	—	—	—	Подпись возможна	Юридическим консультантом	Достоверность и полноту информации, в подтвержденной им части
—	Подпись возможна	—	—	—	—	Рейтинговым агентством	Присвоение эмитенту и/или его ценным бумагам кредитного рейтинга

* В случае эмиссии облигаций с обеспечением, предоставленным третьим лицом.

** В случае включения ценных бумаг в котировальный список «И» и/или сегмент RTS START по совместному заявлению эмитента и УФК.

проекцией состояния дел непосредственно у самого их эмитента. Для более четкого позиционирования ценных бумаг (прежде всего акций) специалистами используется цветовая классификация.

Ценные бумаги первого эшелона — ценные бумаги компаний первой величины по капитализации и ликвидности — «голубые фишки». Ценные бумаги второго эшелона — более широкий спектр эмитентов ценных бумаг, которые по своим характеристикам не подпадают под определение «голубые фишки». Довольно часто именно ценные бумаги эмитентов второго эшелона являются привлекательными инструментами портфельного инвестирования. Однако при потенциально большей доходности для этих вложений характерен и больший риск. Ценные бумаги эмитентов первого эшелона больше подходят для консервативного инвестора, а ценные бумаги эмитентов второго эшелона — для спекулятивного.

Цветовая классификация²

«Голубые фишки» — акции наиболее известных, крупных и надежных компаний, характеризующиеся стабильными показателями получаемых доходов и выплачиваемых дивидендов (т. е. компаний, отнесенных к первому эшелону). На фондовом рынке «голубые фишки» составляют относительно небольшую часть в общем числе ценных бумаг, обращающихся на фондовой бирже, однако представляют значительный интерес по следующим причинам:

- являются менее рискованными финансовыми инструментами, чем акции другой цветовой категории, так как эти эмитенты финансово устойчивы;
- по акциям «голубых фишек», как правило, выплачиваются дивиденды в течение продолжительного времени;
- являются наиболее ликвидными, т. е. данные ценные бумаги легче всего купить и/или продать;
- используются как индикатор общего состояния фондового рынка (акции «голубых фишек» включены в структуру основных индикаторов фондового рынка — индексов фондовых бирж).

В России к «голубым фишкам» относят в первую очередь компании таких отраслей, как энергетика, нефтегазовая, металлургическая промышленность, телекоммуникации.

Поскольку эмитенты второго и третьего эшелонов, как было сказано выше,

объединяются участниками торгов в одну группу — зеленые и белые фишки, акции эмитентов второго и третьего эшелонов также заменяются одной фишкой — фишкой серого цвета.

«Серые фишки» — акции компаний малой и средней капитализации. В долгосрочной перспективе акции «серых фишек» демонстрируют более высокие показатели по сравнению с акциями «голубых фишек».

«Бордовые фишки» — акции эмитентов четвертого эшелона (всех остальных

В международной практике, в отличие от «голубых фишек», которые представляют крупнейшие корпорации США, «серые фишки» — это акции малых компаний и компаний среднего размера, которые считаются «костяком» экономики страны⁴.

RTS START — новое направление в развитии российского фондового рынка, которое оказывает позитивное воздействие на формирование класса организаторов IPO, специализирующихся на проведении размещений компаний малой и средней капитализации, а также придает

Таблица 4. ЭМИТЕНТЫ RTS START

Дата начала торгов	Код РТС	Эмитент	Инструмент	Маркетмейкер
30.01.2007	KOMM	ОАО «БФ «Коммунар»»	Акции обыкновенные	ООО «Анганта-Капитал»
21.02.2007	KMTZ	ОАО «Косогорский металлургический завод»	Акции обыкновенные	ЗАО ИК «Энергокапитал»
01.03.2007	SGMA	ОАО «Сибирский горно-металлургический альянс»	Акции обыкновенные	ООО ИК «ВЕЛЕС Капитал»
19.04.2007	NFAZ	ОАО «Нефтекамский автозавод»	Акции обыкновенные	ЗАО ИК «Энергокапитал»

Таблица 5. ШКАЛА ЭШЕЛОНИРОВАНИЯ ЭМИТЕНТОВ И ЦВЕТОВАЯ КЛАССИФИКАЦИЯ ИХ АКЦИЙ

Шкала эшелонирования	Цветовая классификация	Рынки РТС	Разделы списка ценных бумаг	Индексы РТС
Первый эшелон	«Голубые фишки»	Основные торги	Обычно котировальные списки «А1» и «А2»	Только RTS1, отраслевые индексы РТС
Второй эшелон	«Серые фишки»	Основные торги, включая RTS START	Котировальные списки «А1», «А2», «Б», «В», «И», Внесписок	RTS1, RTS2, отраслевые индексы РТС
Третий эшелон				
Четвертый эшелон	«Бордовые фишки»	RTS Board	—	—

эмитентов). Это потенциальные кандидаты на выход на основные торги РТС, в том числе и в RTS START.

Шкала эшелонирования эмитентов и цветовая классификация их акций представлены в табл. 5. Заранее оговоримся, что данная таблица ориентирована на типичных представителей указанных шкалы и классификации. Положение (место) своих ценных бумаг на фондовом рынке определяет прежде всего сам эмитент. В связи с этим может возникнуть ситуация, когда акции эмитента, являющиеся «голубыми фишками», допускаются к торгам во «внесписке», либо к котированию в системе RTS Board³.

дополнительный импульс становлению класса инвесторов, ориентированных на инвестирование в ценные бумаги небольших быстрорастущих компаний.

Создание и развитие сегмента RTS START позволит российским компаниям небольшой капитализации привлекать необходимые инвестиции, используя механизмы программ внешнего финансирования и биржевой инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Это в свою очередь будет способствовать удешевлению привлекаемых денежных средств, повышению прозрачности компаний-эмитентов, их скорейшему развитию и, как следствие, росту российской экономики в целом. ■

² Справочно: Терминология цветовой классификации была позаимствована из мира игровой индустрии, где она применяется в играх — покер или рулетка. В таких играх используются наборы фишек от 1 до 5 цветов (чаще всего — 4), обозначающих их номинал. Стандартное распределение цветов, принятое для фишек по возрастанию их номинала: красный (бордовый), белый, зеленый (салатовый), синий (голубой). В конкретном наборе цвета из этой четверки могут быть заменены другими (могут присутствовать черные (серые) фишки). Термин «голубые фишки» уже хорошо известен среди представителей инвестиционного сообщества и широкой общественности.

³ RTS Board — информационная система, предназначенная для индикативного котирования ценных бумаг (акций, облигаций, инвестиционных паев), не допущенных к торгам на фондовой бирже «Российская Торговая Система».

⁴ Розенберг Д. М. Инвестиции: Терминологический словарь. М, 1997.