

# Биржевые возможности для компаний малой и средней капитализации

**Оксана Деришева,**  
руководитель департамента  
листинга ОАО «Фондовая  
биржа «Российская Торговая  
Система»», к.э.н.

**Алексей Федоров,**  
руководитель отдела  
размещений ценных бумаг  
ОАО «Фондовая биржа  
«Российская Торговая  
Система»»

Фондовый рынок становится все ближе к «народу»: если раньше IPO было прерогативой только крупных, известных компаний, то сейчас разместить свои акции на бирже могут и предприятия средней и малой капитализации. Причем, как показывает практика, – достаточно успешно. Перспективы российского рынка эксперты оценивают высоко, а опыт зарубежных торговых площадок только подтверждает их мнение.

В условиях современной российской экономики роль фондового рынка продолжает неуклонно возрастать. Все больше российских компаний предпочитают публичность закрытости: выход на рынок ценных бумаг вместо традиционного банковского кредитования.

Увеличивается количество компаний, проводивших IPO, растут объемы привлеченных денежных средств. Так, с 2002 по 2006 год количество компаний, решившихся на 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, большинство из которых являются лидерами отраслей, а также государственные предприятия федерального и регионального значения. Этот узкий круг эмитентов хорошо известен российским и зарубежным инвесторам, что является несомненным плюсом. Ведь при привлечении акционерного капитала через публичное предложение акций половина успеха зависит именно от популярности и хорошей репутации компании-эмитента. В то же время огромный потенциал российских предприятий, не входящих в эту группу «избранных», остается неизвестным и невостребованным (см. схему 1).

Вопрос выхода на рынок ценных бумаг компаний малой и средней капитализации (в том числе и региональных) до 2006 года, по большому счету, никем не рассматривался. Предлагаемые специалистами решения в первую очередь были ориентированы на крупный, и в меньшей степени – на средний бизнес. Требования, которые в соответствии с законодательством предъявляли к эмитентам российские фондовые биржи, для многих отечественных предприятий оставались трудновыполнимыми. В результате этого на данный момент среди основных источников финансирования небольших компаний преобладают собственные средства, банковские кредиты и отчасти вексельные займы.

## Зарубежный опыт рынков альтернативных инвестиций

Если обратиться к зарубежному опыту, то видно, что торговые площадки, созданные специально для небольших компаний, так называемые рынки альтернативных инвестиций, развиваются быстрыми темпами, а их услуги востребованы. Об этом говорит рост индексов, увеличение количества новых компаний, объема торгов ценными бумагами, а также повышение уровня инвестиций, привлеченных в ходе проведения IPO (см. табл. 1). В пятерку наиболее крупных и известных площадок для компаний средней и малой капитализации входят Kosdaq (Korea Exchange), AIM (London SE), New Market «Hercules» (Osaka SE), Mothers (Tokyo SE), TSX Venture (TSX Group). Результаты их работы по таким показателям, как объем привлеченного акционерного капитала, количество эмитентов, допущенных к торгам, объем торгов акциями, на конец 2005 года представлены на диаграммах 1–3.

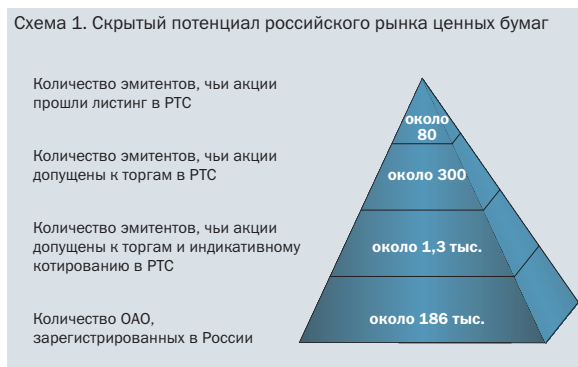
Характерно, что услуги альтернативных площадок привлекают внимание не столько отечественных компаний, сколько иностранных. Для сравнения: если объем торгов акциями национальных эмитентов на этих биржах в 2004–2005 годах вырос на 134 процента, то для иностранных компаний этот показатель увеличился на 890 процентов (см. табл. 2). Отдельно хочется обратить внимание на тот факт, что очень высока активность на зарубежных фондовых рынках альтернативных инвестиций именно российского бизнеса. Например, английский AIM (Alternative Investment Market) включает 21 российскую компанию совокупной стоимостью 6,6 миллиарда фунтов (в начале прошлого года на площадке работало 12 российских эмитентов).

Для стимулирования небольших российских компаний к проведению IPO в нашей стране, а не за рубежом необходимы были изменения в законодательстве, позволяющие создать благоприятные условия для выхода на российский фондовый рынок компаний малой и средней капитализации (см. табл. 1). В федеральные законы, а также в нормативные правовые акты ФСФР России был внесен ряд поправок. Благодаря этому компании малой и средней капитализации получили большие возможности для привлечения финансирования на организованном рынке ценных бумаг.

Таблица 1. Развитие российского рынка акционерного капитала

Год	Событие
2002	Успешное размещение акций дополнительного выпуска ОАО «РБК Информационные Системы». Рождение российского рынка IPO
начало 2006-го	Изменения в российском законодательстве, направленные на развитие российского рынка IPO (введение котировального списка «В», правило «30/70»)
конец 2006-го	Введение котировального списка «И», позволяющего проходить листинг компаниям малой и средней капитализации
начало 2007-го	Запуск проекта Фондовой биржи РТС для компаний малой и средней капитализации – площадки RTS START

<sup>1</sup> Деришева О., Федоров А. Листинг ценных бумаг в России // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. № 12 [31]. 2006.



Новациями стали:

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

Таким образом, небольшие компании были мотивированы проходить листинг на российских фондовых биржах.

## Впервые в России

Свой вклад в развитие рынка альтернативных инвестиций внесло ОАО «Фондовая биржа “Российская Торговая Система”» (РТС). С весны 2006 года РТС приступила к работе над проектом RTS START, а с 30 января 2007 года площадка RTS START начала свою работу. Она является сегментом основных торгов биржевого рынка ценных бумаг РТС. Однако на ней к ценным бумагам и их эмитентам предъявляется ряд дополнительных требований, направленных на защиту прав и законных интересов инвесторов.

Можно выделить следующие цели RTS START:

- увеличить количество обращаемых на российском рынке ценных бумаг;
- предоставить возможность небольшим, динамично развивающимся компаниям создать и повысить капитализацию;
- дать шанс небольшим компаниям, ранее вышедшим на торги фондовой биржи, расторгнуть свои ценные бумаги;

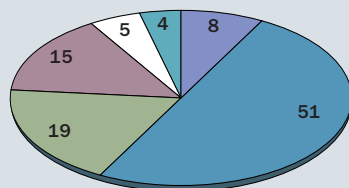
Таблица 2. Показатели развития рынков альтернативных инвестиций

Показатель	2005 г.	2004 г.	Прирост, %
Количество эмитентов	7045	5771	↑ 22,1
местные	6757	5643	↑ 19,7
иностраннные	288	128	↑ 125,0
Количество новых эмитентов, прошедших листинг	991	843	↑ 17,6
местные	859	778	↑ 10,4
иностраннные	132	65	↑ 103,1
Количество эмитентов, прошедших делистинг	391	376	↑ 4,0
местные	374	371	↑ 0,8
иностраннные	17	5	↑ 240,0
Соотношение: листинг/делистинг	3/1	2/1	↑ 13,0
местные	2/1	2/1	↑ 9,5
иностраннные	8/1	13/1	↓ - 40,3
Суммарная капитализация площадок, млн долл.	406 838,5	255 384,2	↑ 59,3
Объем торгов акциями, млн долл.	860 567,5	369 472,5	↑ 132,9
местные	851 308,7	362 714,9	↑ 134,7
иностраннные	3128,0	315,9	↑ 890,2
инвестиционные фонды	3546,8	2599,6	↑ 36,4
Объем привлеченного акционерного капитала, млн долл.	32 022,2	20 278,3	↑ 78,3
в ходе проведения IPO	17 495,3	9814,2	↑ 38,8
в ходе проведения SPO	14 526,8	10 464,1	↑ 57,9
Количество стран	22		
Количество фондовых бирж	28		
Количество торговых площадок	36		

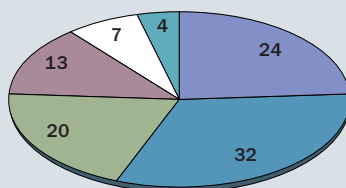
Источники: данные – WFE, расчеты – PTC.

Диаграммы 1–3. Доля торговых площадок (ТОП-5) на рынке альтернативных инвестиций (в %)

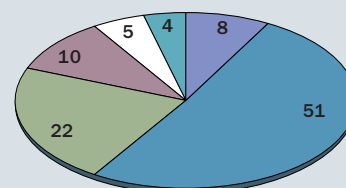
Объем привлеченного акционерного капитала



Количество эмитентов, допущенных к торгам



Объем торгов акциями



London SE (AIM)	TSX Group (TSX Venture)	Korea Exchange (Kosdaq)
Korea Exchange (Kosdaq)	London SE (AIM)	Tokyo SE (Mothers)
TSX Group (TSX Venture)	Korea Exchange (Kosdaq)	Osaka SE (New Market «Hercules»)
Tokyo SE (Mothers)	Bombay SE (Indonext)	BME Spanish Exchanges (Nuevo Mercado)
Osaka SE (New Market «Hercules»)	Bursa Malaysia (Second Board)	London SE (AIM)
остальные	остальные	остальные

Таблица 3. Включение ценных бумаг в RTS START в зависимости от вида и раздела списка

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

- обеспечить возможность привлечения капитала в реальный сектор экономики с помощью фондового рынка.

Российский вариант рынка альтернативных инвестиций имеет схожий с AIM принцип работы. Однако, в отличие от AIM, который выстраивает свою работу на базе отдельной торговой площадки, российский аналог, наоборот, интегрирован в основные торги. А значит, действует по их правилам и технологиям. Соответственно, ценные бумаги эмитента, включаемые в сегмент RTS START, одновременно допускаются к торгам и в РТС.

На площадку RTS START могут быть допущены следующие виды ценных бумаг эмитентов:

- 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: «Б», «В», «И» или «Внесписок» (в него входят ценные бумаги, допущенные к торгам без прохождения процедуры листинга) (см. табл. 3).

Акции и/или облигации эмитента могут торговаться на российской площадке альтернативных инвестиций в том случае, если:

- осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг;
- пройдена государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг эмитента или в ФСФР России представлено уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска);
- эмитентом соблюдены требования законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и нормативных правовых актов ФСФР России, в том числе о раскрытии информации на фондовом рынке;
- капитализация акций не превышает 3 миллиардов рублей (на момент включения в RTS START);
- объем выпуска корпоративных облигаций по номинальной стоимости не превышает 500 миллионов рублей (при включении в RTS START корпоративных облигаций);
- уполномоченным финансовым консультантом (УФК) на биржу представлен аналитический отчет, содержащий информацию о финансово-экономическом состоянии эмитента и факторах риска, краткую характеристику рынка/отрасли, в которой работает эмитент, оценку справедливой стоимости ценных бумаг, а также дополнительную информацию по усмотрению УФК. В случае отсутствия договора с УФК (для внесписочных



### Поддержка для эмитентов

По состоянию на начало июля 2007 года в RTS START:

- аккредитовано в качестве УФК – 30 компаний,
- выполняют обязанности маркет-мейкеров – три компании,
- аккредитовано десять компаний-аудиторов, шесть компаний – юридических консультантов, восемь PR- и IR-агентств.

ценных бумаг при обращении) аналитический отчет на биржу представляет маркет-мейкер;

- эмитентом представлена копия договора с УФК на период нахождения его ценных бумаг на бирже (исключение может составлять включение ценных бумаг во внесписочный раздел по заявлению участника торгов РТС);
- заключен договор (договоры) о выполнении в течение не менее шести месяцев с первого дня торгов ценными бумагами обязательств маркет-мейкера. Функции маркет-мейкера и УФК одного и того же эмитента по решению последнего может выполнять один профессиональный участник рынка ценных бумаг.

Также эмитент ценных бумаг должен принять на себя обязательства:

- не позднее чем за 15 дней сообщить бирже о расторжении договора с УФК;
- заключить в течение одного месяца с даты расторжения новый договор с УФК и сообщить об этом факте бирже в течение одного рабочего дня после его заключения.

Заявители ценных бумаг на торговой площадке для компаний малой и средней капитализации в зависимости от раздела списка ценных бумаг (доступного в рамках RTS START) представлены в таблице 4.

## Рыночная инфраструктура

Чтобы выйти на рынок альтернативных инвестиций, эмитент должен привлечь, заключив соответствующие договоры, уполномоченного финансового консультанта и маркет-мейкера. Оба этих участника играют важную роль в размещении и/или обращении ценных бумаг эмитентов небольшой капитализации.

Таблица 4. Заявитель ценных бумаг в RTS START в зависимости от раздела списка ценных бумаг

Допуск ценных бумаг к торгам в процессе их...	Котировальные списки			«Внесписок»
	«Б»	«В»	«И»	
размещения	Эмитент + УФК	Эмитент + УФК	Эмитент + УФК	Эмитент + УФК
обращения	Эмитент + УФК	Эмитент + УФК	Эмитент + УФК	Эмитент + УФК/маркет-мейкер

Таблица 5. Эмитенты российской торговой площадки альтернативных инвестиций (RTS START)

Дата начала торгов	Код РТС	Наименование эмитента	Инструмент	Маркет-мейкер
30.01.2007	KOMM	ОАО «БФ «Коммунар»»	акции обыкновенные	ООО «Антанта-Капитал»
21.02.2007	KMTZ	ОАО «Косогорский металлургический завод»	акции обыкновенные	ИК ЗАО «Энергокапитал»
01.03.2007	SGMA	ОАО «Сибирский горно-металлургический альянс»	акции обыкновенные	ИК ООО «ВЕЛЕС Капитал»
19.04.2007	NFAZ	ОАО «Нефтекамский автозавод»	акции обыкновенные	ИК ЗАО «Энергокапитал»

К обязанностям уполномоченного финансового консультанта относится следующее.

1. 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.

2. 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 маркет-мейкера.

В обязанности маркет-мейкера входит:

- обеспечение ликвидности ценных бумаг эмитента на вторичном рынке ценных бумаг посредством поддержания двусторонних котировок в пределах заданного спреда на определенном временном отрезке периода торговой сессии;
- оказание услуг по процедурам включения и поддержания ценных бумаг эмитента в котировальных списках биржи;
- незамедлительное информирование эмитента о случаях, препятствующих, делающих невозможным или освобождающих маркет-мейкера от выполнения своих обязательств:
  - вследствие ограничения колебания цен или иных введенных биржей ограничений на объявление заявок;
  - в случае приостановки или прекращения торгов в соответствии с требованиями документов биржи или правовых актов уполномоченных государственных органов;
  - вследствие прекращения или приостановки обращения ценной бумаги, по которой выполняются функции маркет-мейкера;
  - при прекращении или приостановке допуска к торгам маркет-мейкера.

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

## Цифры и факты

С конца января по начало июля 2007 года на первой в России торговой площадке для компаний малой и средней капитализации начали работать четыре эмитента (см. табл. 5).

С акциями данных эмитентов на площадке было заключено около 40 сделок на сумму почти 700 000 долларов. Показатели капитализации ОАО «БФ «Коммунар»», ОАО «Косогорский металлургический завод» и ОАО «Нефтекамский автозавод», определенные их маркет-мейкерами перед включением в котировальные списки, выросли на 20, 59 и 21 процент соответственно. Показатель капитализации ОАО «Сибирский горно-металлургический альянс», наоборот, сократился на 9 процентов в сравнении с аналогичным показателем, определенным маркет-мейкером данного эмитента. Причиной снижения капитализации компании могла послужить информация о неподтвержденных геологической разведкой данных о залежах на одном из рудников эмитента.

Рынок альтернативных инвестиций – это новое направление в развитии российского фондового рынка, которое оказывает позитивное воздействие на формирование класса организаторов IPO, специализирующихся на проведении размещений ценных бумаг компаний малой и средней капитализации, а также дает дополнительный импульс к становлению класса инвесторов, ориентированных на вложение средств в ценные бумаги быстрорастущих предприятий.

Создание и развитие этого рынка 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. ■