

## RTS START – стартовая площадка РТС для российских компаний малой и средней капитализации<sup>1</sup>

**О. Деришева**

руководитель департамента листинга ОАО «Фондовая биржа «Российская торговая система», кандидат экономических наук

**А. Федоров**

руководитель отдела размещений ценных бумаг ОАО «Фондовая биржа «Российская торговая система»

В условиях развивающейся российской экономики роль фондового рынка продолжает неуклонно расти. Все больше российских компаний предпочитает публичность (выход на рынок ценных бумаг) закрытости (использование банковского кредитования).

Увеличивается количество компаний, прошедших публичное размещение своих акций (IPO) и объемы привлеченных денежных средств путем публичного размещения акций. Так, с 2002 по 2006 год 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 компании федерального и регионального значения. Этот 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 до 2006 года вопрос выхода на рынок ценных бумаг компаний малой и средней капитализации (в том числе и региональных) в полной мере никем не рассматривался. Предлагаемые специалистами ре-

шения были ориентированы прежде всего на крупные, а 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: рост индексов, числа новых компаний, объемов торгов ценными бумагами, а также повышение уровня инвестиций, привлеченных в ходе проведения IPO, свидетельствует о востребованности механизмов фондового рынка небольшими компаниями, как национальными, так и иностранными.

Российские компании (а также компании, владеющие российскими активами) здесь не были исключением. Еще к концу 2005 года российских компаний (компаний, владеющих российскими активами), допущенных к торгам на Лондонском рынке альтернативных инвестиций (AIM), уже насчитывалось более десяти. В 2006 году тенденция роста числа российских компаний (компаний, владеющих российскими активами), вышедших на AIM, сохранилась.

Для стимулирования небольших российских компаний к проведению IPO в России необходимо было внесение изменений в рос-

<sup>1</sup> Материал статьи опубликован в журнале «Рынок ценных бумаг». 2007. № 12 (339).

сийское законодательство, позволяющих создать благоприятные условия для выхода на российский фондовый рынок компаний малой и средней капитализации. Учитывая зарубежный опыт рынков альтернативных инвестиций был внесен ряд поправок в федеральные законы, а также в нормативные правовые акты Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР России). Благодаря этому компании малой и средней капитализации получили новые возможности для привлечения финансирования на организованном рынке ценных бумаг. Новациями явились:

- дополнение линейки разделов списка ценных бумаг, допущенных к торгам, – появление нового котировального списка – «И» («Инвестиционный»)<sup>2</sup>;
- предоставление возможности проведения IPO одновременно в России и за рубежом («двойные» IPO);
- оптимизация процесса эмиссии ценных бумаг.

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

### Правила биржевой торговли на «русском AIM»

Основываясь на новой законодательной базе, а также учитывая собственный опыт, открытое акционерное общество (ОАО) «Фондовая биржа «Российская торговая система» (далее – РТС) с весны 2006 года приступила к работе над проектом RTS START. С 30 января 2007 года площадка RTS START начала свою работу.

*Назначение проекта:* допуск 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;
- предоставить возможность небольшим, динамично развивающимся компаниям создать и повысить капитализацию;

- предоставить возможность небольшим компаниям, ранее вышедшим на торги фондовой биржи, расторгнуть 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 ряд дополнительных требований с целью защиты прав и законных интересов инвесторов.

RTS START имеет схожий с AIM принцип работы. Однако в отличие от AIM, который является нерегулируемым рынком, выстраивая свою работу на базе отдельной торговой площадки, RTS START, наоборот, интегрирован в основные торги РТС, базируясь на их правилах и технологиях. Ценные бумаги эмитента, включаемые в сегмент RTS START, одновременно допускаются к торгам в РТС. В RTS STAR 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 «Внесписок» (раздел списка ценных бумаг, допущенных к торгам без прохождения процедуры листинга) (табл. 1).

В RTS START могут быть включены акции и (или) облигации эмитента, удовлетворяющие *следующим условиям:*

- 1) осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг;
- 2) 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;

<sup>2</sup> Деришева О., Федоров А. Листинг ценных бумаг в России // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. 2006. № 12 (31).

Таблица 1

*Включение ценных бумаг в RTS START в зависимости от вида и раздела списка*

<b>Вид инструмента</b>	<b>Котировальные списки</b>			<b>«Внесписок»</b>
	«Б»	«В»	«И»	
акции	+	+	+	+
облигации	+	+	—	+

3) эмитентом ценных бумаг соблюдаются требования законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и нормативных правовых актов ФСФР России, в том числе о раскрытии информации на рынке ценных бумаг;

4) капитализация акций не должна превышать 3 миллиардов рублей (при включении в RTS START акций);

5) объем выпуска корпоративных облигаций по номинальной стоимости не должен превышать 500 миллионов рублей (при включении в RTS START корпоративных облигаций);

6) уполномоченный финансовый консультант (УФК) представил на биржу *аналитический отчет*, содержащий следующее:

- информацию о финансово-экономическом состоянии эмитента и факторах риска;
- краткую характеристику рынка (отрасли), в которой работает эмитент;
- данные об оценке справедливой цены включаемых в RTS START ценных бумаг;
- дополнительную информацию по усмотрению УФК.

В случае отсутствия договора с УФК (для внесписочных ценных бумаг при обращении) аналитический отчет на биржу представляет маркет-мейкер;

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

8) заключен договор (договоры) о выполнении в течение не менее 6 месяцев с первого дня торгов ценными бумагами в RTS START обязательств маркет-мейкера (договор о выполнении обязательств маркет-мейкера). Функции маркет-мейкера 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 следующие обязательства:

- сообщить бирже о расторжении договора с УФК не позднее, чем за 15 дней до дня расторжения;
- заключить в течение одного месяца со дня расторжения новый договор с УФК и сообщить об этом факте бирже в течение одного 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 таблице 2.

Также стоит обратить особое внимание на инфраструктуру рассматриваемого сегмента. При включении ценных бумаг в сегмент RTS START 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 2

*Заявители ценных бумаг в RTS START в зависимости от раздела списка ценных бумаг*

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

*Уполномоченный финансовый консультант* – 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 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 эмитента в RTS START;

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.

*Маркет-мейкер* – 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 маркет-мейкера входят:

- 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 выполнению маркет-мейкером своих обязательств, делающих невозможным их выполнение или освобождающих его от выполнения обязательств.

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.

По состоянию на конец мая 2007 года в RTS START:

- аккредитованы в качестве УФК – 31 компания;
- выполняют обязательства маркет-мейкеров – 3 компании;
- аккредитовано:
  - о аудиторов – 9 компаний;
  - о юридических консультантов – 6 компаний;
  - о PR / IR-агентств – 8 компаний<sup>3</sup>.

Сформировавшуюся инфраструктуру можно разделить на следующие группы представителей:

1) участие которых *обязательно*:

- уполномоченный финансовый консультант,
- маркет-мейкер,
- аудитор;

2) участие которых *желательно*:

- юридический консультант,
- PR / IR-агентство.

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. Информация об обязательном и желательном участии сторонних организаций в процессе эмиссии и обращения ценных бумаг эмитента приведена в таблице 3.

<sup>3</sup> Информация обо всех перечисленных компаниях представлена в свободном доступе на сайте РТС / <http://www.rts.ru>

Таблица 3

Участие сторонних организаций в процессе эмиссии и обращения ценных бумаг эмитента

Решение о выпуске	Документ					Подпись на документе подтверждает:
	Проспект ценных бумаг	Меморандум	Отчет		Ежеквартальный отчет	
			Уведомление	об итогах выпуска		
подпись необходима	подпись необходима	подпись необходима	подпись необходима	подпись необходима	лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа	достоверность и полноту всей информации
-	-	-	подпись необходима	подпись необходима	главным бухгалтером	
-	-	-	-	подпись необходима	брокером, оказывающим эмитенту услуги по размещению ценных бумаг	достоверность информации в указанной оценщиком части
-	-	-	-	подпись возможна	аудитором	
-	подпись необходима	-	-	-	независимым оценщиком	достоверность информации о предоставленном обеспечении
-	подпись необходима	-	-	-	третьим лицом, предоставляющим обеспечение <sup>4</sup>	
-	подпись необходима	подпись необходима	подпись необходима	подпись необходима	уполномоченным финансовым консультантом <sup>5</sup>	достоверность и полноту информации, за исключением части, подтвержденной аудитором и (или) оценщиком
-	подпись возможна	подпись возможна	подпись возможна	подпись возможна	финансовым консультантом	
-	подпись возможна	-	-	-	юридическим консультантом	достоверность и полноту информации, в подтвержденной консультантом части
-	подпись возможна	-	-	-	рейтинговым агентством	

<sup>4</sup> В случае эмиссии облигаций с обеспечением, предоставленным третьим лицом.

<sup>5</sup> В случае включения ценных бумаг в котировальный список «И» и (или) сегмент RTS START по совместному заявлению эмитента и УФК.

Как мы уже говорили, сегодня в нашей стране развитие многих компаний по большей части финансируется за счет собственных средств, банковского кредитования и небольших вексельных программ, а эти ис-

точники финансирования имеют свою специфику и ряд существенных ограничений.

С конца января до 19 апреля 2007 года в RTS START уже были включены 4 эмитента (табл. 4).

Таблица 4

Эмитенты RTS START

<i>Дата начала торгов</i>	<i>Код РТС</i>	<i>Наименование</i>	<i>Инструмент</i>	<i>Маркет-мейкер</i>
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 «ВЕ-ЛЕС Капитал»
19.04.2007	NFAZ	ОАО «Нефтекамский автозавод»	акции обыкновенные	ИК ЗАО «Энергокапитал»

С акциями указанных в таблице 4 эмитентов в RTS START было заключено около 30 сделок на сумму почти 500 тысяч долларов.

Показатели капитализации ОАО «БФ «Коммунар», ОАО «Косогорский металлургический завод» и ОАО «Нефтекамский автозавод», определенные их маркет-мейкерами перед включением в RTS START, выросли на 19, 59 и 17 процентов соответственно. Показатель капитализации ОАО «Сибирский горно-металлургический альянс», наоборот, сократился на 9 процентов в сравнении с аналогичным показателем, определенным маркет-мейкером этого 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: цвет фишки, номер эшелона**

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.

Несмотря на мнимую схожесть этих «методик», они лежат в различных плоскостях

и ориентированы на разную глубину группировки эмитентов:

- положение по шкале эшелонирования применяется к эмитентам ценных бумаг независимо 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 различных аналитиков могут учитывать величину спреда, 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 зависимости от принципа и цели группировки количество эшелонов может быть сколь угодно большим. В большинстве же случаев

эксперты делят всех эмитентов, чьи ценные бумаги находятся в торгах на рынке, на четыре эшелона:

1) самые ликвидные и надежные ценные бумаги эмитентов;

2) ликвидные и надежные ценные бумаги эмитентов, которые по определенным причинам не могут быть отнесены к первому эшелону;

3) ценные бумаги эмитентов с меньшей степенью надежности по сравнению со вторым эшелонном;

4) остальные эмитенты, чьи ценные бумаги допущены к обращению и (или) котируются на рынке ценных бумаг.

Однако границы таких эшелонов практически всегда размыты, а один и тот же эмитент может быть отнесен разными участниками торгов к разным эшелонам. И если в случае с выделением состава эмитентов первого эшелона все более-менее понятно (специалистами выделяются порядка 10–15 эмитентов), то отделить состав эмитентов второго эшелона от состава третьего, например, уже не так легко. Обособить третий состав эмитентов от четвертого еще более сложно. Такое положение приводит к тому, что часто специалисты (в том числе в силу корректности при работе с эмитентами) не проводят четкие границы между эшелонами, в особенности между вторым и третьим, объединяя их под названием «второй эшелон».

Качество эмитента определяет его положение по шкале эшелонирования и оказывает прямое влияние на качество его ценных бумаг, допущенных к торгам. Таким образом, характеристика рынка по отдельно взятым ценным бумагам является 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 более подходят для консервативного инвестора, а ценные бумаги эмитентов второго эшелона – для спекулятивного инвестора.

#### **Цветовая классификация<sup>6</sup>**

«Голубые фишки» – акции наиболее известных, крупных и надежных компаний, зарекомендовавших себя стабильными показателями получаемых доходов и выплачиваемых дивидендов (то есть компаний, отнесенных к первому эшелону). На фондовом рынке «голубые фишки» составляют относительно небольшую часть в общем количестве ценных бумаг, обращающихся на фондовой бирже, однако представляют значительный интерес по нескольким 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, то есть такие ценные бумаги легче всего купить и (или) продать;
- используются как индикатор общего состояния фондового рынка (акции «голубых фишек» включены в структуру основ-

<sup>6</sup> Для справки. Терминология цветовой классификации была позаимствована из мира игровой индустрии, где она применяется в таких играх, как покер или рулетка. В этих играх используются наборы фишек от 1 до 5 цветов (чаще всего 4), обозначающие 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.

ных индикаторов фондового рынка – индексов фондовых бирж).

В России к «голубым фишкам» в первую очередь относят компании следующих отраслей: энергетика, нефтегазовая, металлургическая, телекоммуникации.

В силу того, что эмитенты второго и третьего эшелонов, как было отмечено ранее, 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 эмитентов). Это потенциальные кандидаты на выход в основные торги РТС, в том числе и в RTS START.

Учитывая сказанное, сведем шкалу эшелонирования эмитентов и цветовую классификацию их акций в единую таблицу (табл. 5). Заранее оговоримся, что эта таблица ориентирована на типичных представителей указанных шкалы и классификации. Положение (место) своих ценных бумаг на фондовом рынке прежде всего определяет сам эмитент. В связи с этим может возникнуть ситуация, когда эмитент, чьи акции, являются «голубыми фишками», допущен к торгам во «внебирже» либо к котированию в системе RTS Board<sup>7</sup>.

Таблица 5

Шкала эшелонирования эмитентов и цветовая классификация их акций

<b>Шкала эшелонирования</b>	<b>Цветовая классификация</b>	<b>Рынки РТС</b>	<b>Разделы списка ценных бумаг</b>	<b>Индексы РТС</b>
1-й эшелон	Голубые фишки	Основные торги	Обычно котировальные списки «А1» и «А2»	Только RTSI, отраслевые индексы РТС
2-й эшелон	Серые фишки	Основные торги, включая RTS START	Котировальные списки «А1», «А2», «Б», «В», «И», Внебирже	RTSI, RTS2, отраслевые индексы РТС
3-й эшелон				
4-й эшелон	Бордовые фишки	RTS Board	–	–

В международной практике в отличие от «голубых фишек», которые представляют крупнейшие корпорации США, «серые фишки» – это акции малых и среднего размера компаний, которые считаются «костяком» экономики страны<sup>8</sup>.

Подводя итоги сказанному, отметим, что RTS START – новое направление российского фондового рынка, которое оказывает позитивное воздействие на формирование класса организаторов IPO, специализирующихся на организации размещений компаний малой и средней капитализации, а также придает дополнительный импульс ста-

новлению 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, росту прозрачности компаний-эмитентов, их скорейшему развитию и, как следствие, росту российской экономики в целом.

<sup>7</sup> RTS Board – информационная система, предназначенная для индикативного котирования ценных бумаг (акций, облигаций, инвестиционных паев), не допущенных к торгам на фондовой бирже «Российская торговая система».

<sup>8</sup> Розенберг Д.М. Инвестиции: Терминологический словарь. М, 1997.