

КОРПОРАТИВНАЯ ФИНАНСОВАЯ АНАЛИТИКА

Инструменты финансирования инновационных компаний – новые возможности биржи

Родионов И.И.⁸, Меньшикова А.С.⁹

Развитие инструментов финансирования инновационных компаний является важнейшим направлением поддержки модернизации экономики. Сегодня создана полноценная система государственных институтов развития, осуществляющих такого рода поддержку, однако механизмы привлечения частных инвестиций в инновационные компании развиты недостаточно. Одним из таких механизмов является Рынок инноваций и инвестиций - специальный сектор ОАО ММВБ-РТС, созданный для публичного привлечения инвестиций инновационными эмитентами.

JEL: D53, G24, O16, O31

Ключевые слова: инновации, фондовая биржа, инвестиции, ценные бумаги, эмитент

Сегодня вопрос поиска эффективных инструментов финансирования бизнеса остро стоит перед всеми субъектами отечественной экономики. Особенно сложен поиск такого финансирования для молодых и небольших компаний, в первую очередь компаний, основным багажом которых является интеллектуальная собственность – инновационная идея, нуждающаяся в развитии и воплощении в конечный продукт.

На сегодняшний день в России сформирована полноценная государственная система поддержки инновационной индустрии. Специально созданные институты развития – Фонд содействия развитию венчурных инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере, Центр разработки и коммерциализации новых технологий «Сколково», ОАО «РОСНАНО», ОАО «РВК», ГК «Внешэкономбанк», ОАО «МСП банк» и другие – осуществляют поддержку инноваций от момента зарождения идеи до превращения компании в полноценного конкурентоспособного участника отрасли. Для целей такой поддержки используются различные механизмы – гранты, субсидии, кредиты и займы, участие в капитале компании.

При этом оценкой эффективности реализации всех перечисленных инструментов государственной поддержки является интерес к таким компаниям со стороны частного инвестора.

У небольшой инновационной компании есть фактически два варианта привлечения частного капитала – предложение доли (части акций) крупному прямому (private equity) инвестору (фонду венчурных или прямых инвестиций, крупному индивидуальному инвестору) либо публичное предложение акций широкому кругу лиц на бирже. Данные варианты финансирования могут дополнять друг друга: например, через некоторое время после приобретения пакет акций реализуется прямым инвестором на бирже либо в рамках биржевого размещения происходит продажа пакетов акций как мелким частным, там и крупным институциональным инвесторам.

В то же время инновационные компании, созданные собственниками с нуля,

⁸Д-р эконом. наук, профессор, кафедр экономики и финансов фирмы НИУ ВШЭ.

⁹Заместитель начальника управления рынка инноваций и инвестиций ОАО ММВБ-РТС.

оказываются зачастую не готовы к разделению контроля над компанией с прямым стратегическим инвестором (который посредством представителей в органах управления компании имеет возможность контролировать принятие корпоративных решений).

Решением данной проблемы может стать проведение полноценного публичного размещения акций такой компании на бирже с привлечением множества частных инвесторов.

Многие зарубежные компании выбирают именно этот путь – размещая свои акции на таких биржах, как NASDAQ (США), AIM (Великобритания) или Neuer Markt (Германия). Российские инновационные компании до последнего времени были лишены этой возможности.

В целях развития механизмов привлечения инновационными компаниями публичного финансирования в 2009 году ОАО ММВБ-РТС совместно с ОАО «РОСНАНО» создан специальный биржевой сектор для размещения ценных бумаг инновационных компаний – Рынок инноваций и инвестиций (сектор РИИ).

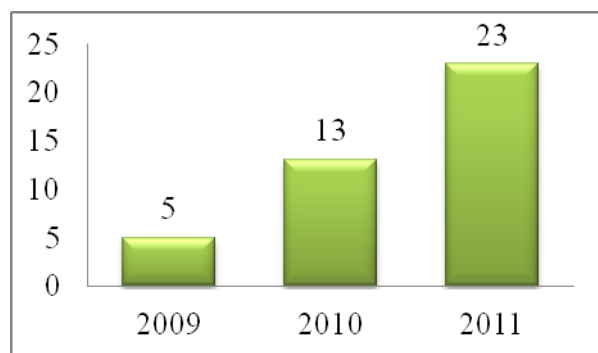
Прошло три года, и пора подвести некоторые итоги работы нового института развития, ставшего последним звеном, позволившим замкнуть инвестиционный цикл для экономики инновационного типа в России.

Сектор РИИ сегодня

По состоянию на март 2012 года в секторе РИИ обращались ценные бумаги 23 эмитентов, среди которых 16 инновационных компаний и семь венчурных паевых инвестиционных фондов. Общая капитализация сектора составила порядка 39,9 млрд рублей, а суммарный объем размещения – 3,4 млрд рублей.

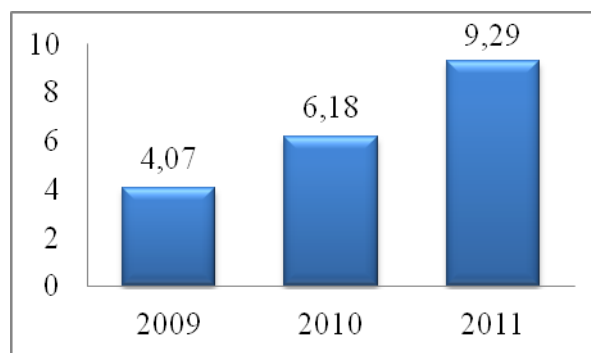
При этом, например, размещение в секторе РИИ акций ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ» стало в 2011 году единственным полноценным IPO, которое было осуществлено целиком на российском рынке, а в процессе размещения акций компанией было привлечено порядка 500 частных инвесторов (Пресс-релиз по итогам... 2011).

Динамика отдельных показателей сектора РИИ представлены на рисунках 1 и 2.



Источник: биржевая информация ОАО ММВБ-РТС.

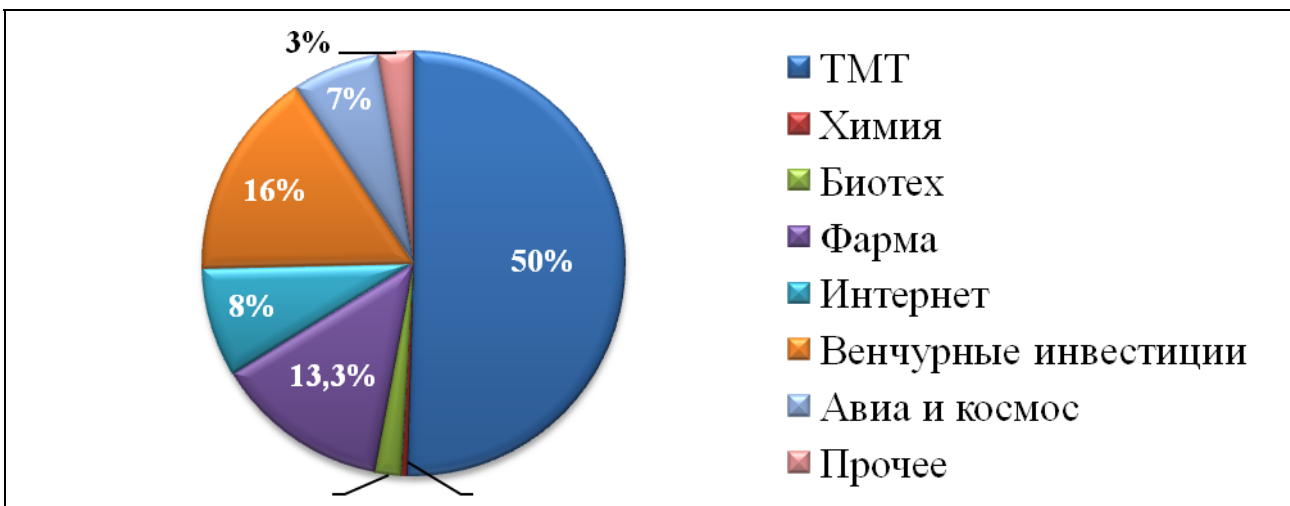
Рисунок 1. Эмитенты сектора РИИ (нарастающим итогом)



Источник: биржевая информация ОАО ММВБ-РТС.

Рисунок 2. Объем торгов в секторе РИИ, млрд рублей

Сегодня сектор РИИ представлен практически всеми отраслями, которые можно причислить к инновационной составляющей российской экономики (рис. 3).



Источник: биржевая информация ОАО ММВБ-РТС.

Рисунок 3. Распределение эмитентов сектора РИИ по отраслям, 2012 год

Особенные требования к эмитентам сектора РИИ установлены Правилами листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг в ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» (Правила листинга, 2012) и состоят в следующем:

- существенная часть выручки эмитента должна быть сформирована за счет осуществления хозяйственной деятельности в отраслях, связанных с применением инновационных и высоких технологий либо хозяйственная деятельность эмитента осуществляется с применением инновационных технологий и подходов;
- капитализация эмитента должна составлять не менее 50 млн руб.

При этом приоритет получают эмитенты, осуществляющие деятельность в следующих отраслях: информационно-телекоммуникационные системы; интернет-технологии; биотехнологии и медицинские технологии; индустрия наносистем и материалов; «чистые технологии» и новые материалы; авиационные и космические системы; энергетика (новые или экологически чистые технологии производства и передачи энергии) и энергоэффективность; безопасность и противодействие терроризму; ядерные технологии; рациональное природопользование.

Преимущества биржи в качестве источника финансирования для инновационных компаний

Что дает выход на публичный рынок небольшой инновационной компании?

- Рыночную оценку стоимости активов. Такая оценка имеет значение при планировании компанией дальнейшего привлечения крупного публичного финансирования (в том числе проведения полноценного биржевого IPO) либо частного финансирования.
- Эффективное привлечение инвесторов, для которых биржа выступает гарантом по сделке.
- Возможность повысить «прозрачность» компании, поскольку раскрытие информации и внедрение системы корпоративного управления являются неотъемлемой частью подготовки к выходу на биржу.
- Повышение эффективности участия компании в M&A-сделках в связи с получением ею статуса публичной компании.
- Возможность привлечения кредитных ресурсов по более низким ставкам в связи с повышением прозрачности бизнеса.

Для управляющих компаний, осуществляющих управление средствами венчурных паевых инвестиционных фондов, обращающихся в секторе РИИ, выход на биржу позволяет достичь следующих положительных результатов:

- рыночной оценки стоимости активов фонда, необходимой для контроля инвесторов и иных заинтересованных лиц за эффективностью инвестирования средств;
- привлечения в фонд новых инвесторов на вторичных торгах;
- получения признаваемой котировки, обеспечивающей возможность инвестирования в фонд средств ряда институциональных инвесторов (например, банков);
- «знакомства» рынка с портфельными компаниями фонда в целях организации в будущем эффективного «выхода» фонда из проинвестированных проектов с использованием биржевых механизмов.

Важно отметить, что в соответствии с действующим законодательством паи венчурных ЗПИФов, обращающихся в секторе РИИ, предназначены для приобретения только квалифицированными инвесторами.

До последнего времени эта особенность накладывала ряд ограничений при маркетинговании и продвижении данных инструментов в процессе организации вывода паев таких фондов на биржу.

Решение описанной проблемы было достигнуто благодаря тому, что был принят Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам «О предоставлении информации о ценных бумагах и производных финансовых инструментах» (Приказ ФСФР России, 2011), в рамках которого был значительно расширен круг лиц, которым может предоставляться информация о ценных бумагах, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

К таким, лицам, в частности, отнесены лица, с которыми владельцы такой информации связаны договором (в том числе аудиторы, оценщики, актуарии, рейтинговые агентства), отношениями членства и др.

Приказом было также установлено, что такая информация может быть предоставлена и иным лицам при условии, что последние уведомлены о том, что получаемая ими информация относится к информации для квалифицированных инвесторов и не может предоставляться лицам, не являющимися квалифицированными инвесторами, или распространяться среди неограниченного круга лиц.

В процессе выхода в сектор РИИ эмитент использует ту же инфраструктуру ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» и представляет тот же набор документов, что и другие эмитенты биржи. В чем же преимущество сектора РИИ для инновационных компаний?

- Особое позиционирование компании, возможность выделиться среди других эмитентов.
- Возможность целевой работы с инвесторами, инвестирующими средства в ценные бумаги инновационных компаний и венчурные проекты.
- Дополнительная PR- и GR-поддержка эмитентов – помощь в проведении мероприятий в рамках road-show, организация встреч с потенциальными инвесторами, помощь в подготовке документов.
- Комплекс мероприятий по поддержанию вторичной ликвидности (маркет-мейкерские программы, IR), аналитическая поддержка (анализ инвесторской базы), публикация отчетности и презентаций эмитентов на сайте ОАО ММВБ-РТС.

Поддержка эмитентов

Важным направлением поддержки эмитентов сектора РИИ является использование возможностей упомянутой выше системы институтов развития в сфере инноваций, так называемого «инновационного лифта».

С одной стороны, для ряда институтов развития (в первую очередь ОАО «РОСНАНО», фондов ОАО «РВК») проведение SPO на бирже в секторе РИИ является одним из способов «выхода» из ранее проинвестированных проектов. Также инновационные компании – потенциальные эмитенты сектора РИИ перед выходом на публичный рынок имеют возможность получить поддержку со стороны институтов развития – Центра «Сколково», Фонда содействия развитию венчурных инвестиций в малые предприятия в научно-

технической сфере.

С другой стороны, компании, уже ставшие эмитентами сектора РИИ, попадают в «поле зрения» институтов, осуществляющих поддержку инновационных компаний на более поздних стадиях развития.

Одним из направлений поддержки эмитентов, появившемся в 2011 году, стала программа компенсации затрат эмитента по выходу в инновационный сектор биржи. Такая компенсация предоставляется эмитенту по итогам выхода в сектор РИИ и при условии, что компания соответствует критериям субъекта малого и среднего предпринимательства. Компенсации подлежат 50% всех понесенных затрат (на подготовку и регистрацию эмиссионных эмитентов; на оплату услуг биржи и депозитария; на оплату услуг посредников, осуществляющих помощь в подготовке эмиссионных документов и организующих PR- и IR-кампанию эмитента; на аудит и подготовку эмитентом отчетности по МСФО) на общую сумму не более 5 млн рублей.

Механизм действует через программы поддержки малого и среднего предпринимательства субъектов Российской Федерации и наиболее активное развитие на сегодняшний день получает в Москве и Санкт-Петербурге. В 2011 году первую компенсацию издержек получил московский эмитент сектора РИИ – ОАО «Плазмек».

С 1 января 2011 года вступили в силу изменения в статьи 217 и 284 (новая статья 284.2) Налогового кодекса РФ (Изменения в НК РФ, 2010), которыми установлена возможность получения налоговой льготы на *capital gain* по акциям инновационных компаний, обращающимся на организованном рынке. Так, при владении налогоплательщиком акциями российских организаций на протяжении более 5 лет доходы от операций по реализации таких акций не облагаются налогом на прибыль и налогом на доходы физических лиц.

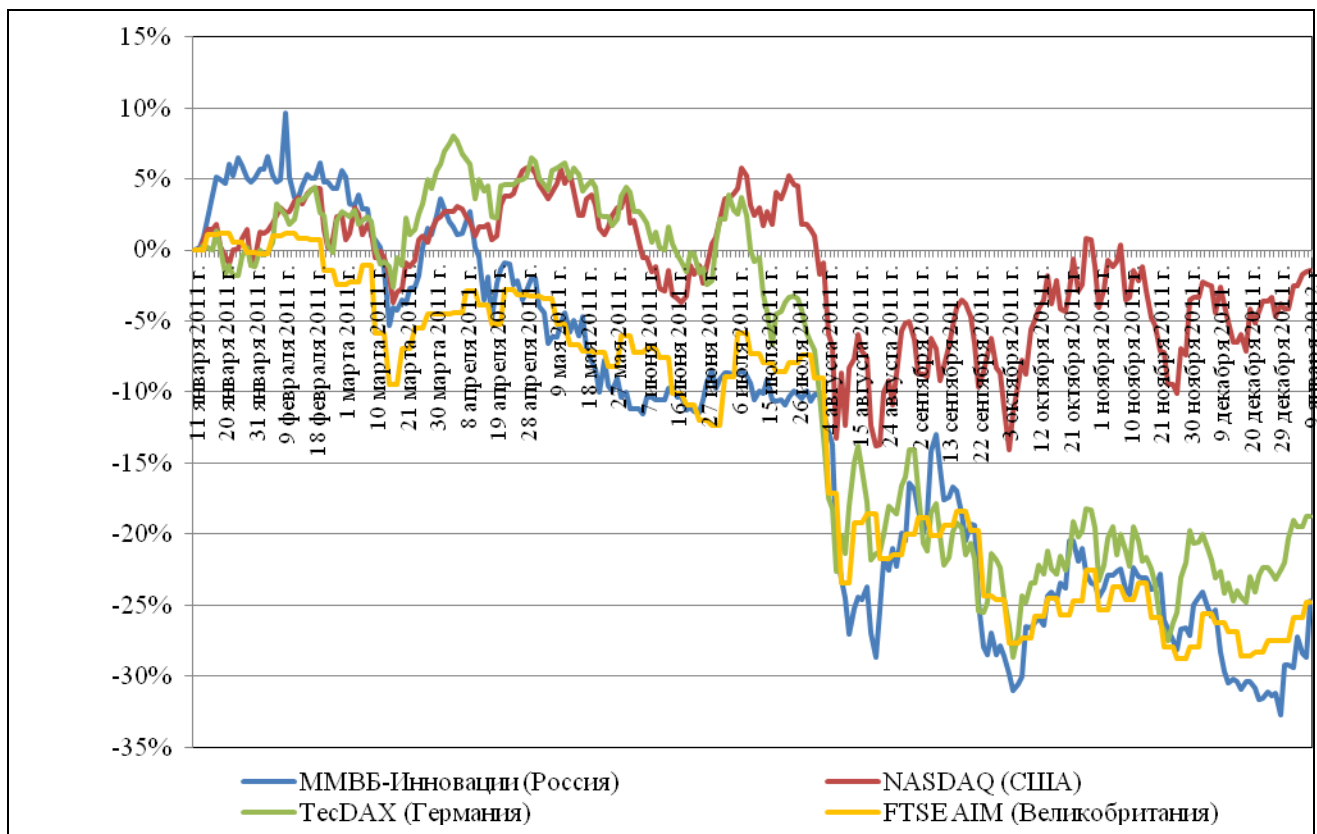
Данная налоговая льгота применяется ко всем акциям, не обращающимся на организованном рынке, а в отношении акций, обращающихся на бирже, – только к акциям высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики. Правительством РФ установлено (постановление Правительства РФ, 2012), что отнесение к акциям высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики осуществляется непосредственно биржей на основании двух критериев:

- акции включены в список ценных бумаг, допущенных к торгам, с указанием об их обращении в специализированном секторе, предназначенном для инновационных компаний, либо специально выделены в качестве акций инновационных компаний в структуре списка;
- капитализация эмитента таких акций в течение первой недели торгов после включения таких акций в список, не превышает 10 млрд рублей.

Эмитенты сектора РИИ на сегодняшний день имеют возможность полностью соответствовать данным критериям. Более того, сохранение льготы по акциям, которые были приобретены инвестором до момента выхода компании на организованный рынок ценных бумаг, возможно только при условии, что акции такой компании будут выведены в инновационный сектор биржи.

Одним из важных индикаторов развития сектора РИИ стал созданный в 2011 году индекс «ММВБ-Инновации», в состав которого включаются эмитенты, вышедшие в сектор РИИ (и соответствующие ряду дополнительных критериев). Включение в состав индекса является своего рода «знаком качества» эмитента и способствует росту интереса к нему со стороны различных групп инвесторов.

По состоянию на март 2012 года индекс «ММВБ-Инновации» представлен 10 инновационными компаниями и его динамика сопоставима (Индекс ММВБ-Инновации, 2012) (рис. 4) с динамикой соответствующих индексов ведущих мировых площадок для высокотехнологичных компаний (США (NASDAQ Composite Index, 2012), Германии (TecDAX Index, 2012), Великобритании (FTSE AIM All shares Index, 2012)).



Источник: биржевая информация ОАО ММББ-РТС, NASDAQ, LSE, Xetra.

Рисунок 4. Динамика (прирост) мировых индексов высокотехнологичных компаний в 2011 году

Специальная площадка для непубличных компаний

В случае если инновационная компания не готова к выходу на биржу сегодня, возможна организация ее поддержки со стороны сектора РИИ в рамках специальной площадки для непубличных компаний – РИИ-Борд (РИИ-Борд, 2012).

РИИ-Борд является веб-ресурсом, предназначенным для привлечения инвестиций инновационными компаниями на ранних стадиях развития, включая компании на стадии стартап, с целью подготовки к последующему выходу в сектор РИИ.

Цель РИИ-Борд – подготовить компанию к публичной жизни, приучить ее к правилам игры на организованном рынке.

В состав участников РИИ-Борд включаются как «покупатели» (фонды, инвестиционные компании, банки, частные инвесторы), так и «продавцы» (фонды, инвестиционные компании, банки и сами эмитенты), размещающие информацию о покупке и продаже долей в компании/проекте и предоставляющие контактные данные для совершения сделок.

Таким образом, в России появился и уже заработал в полную силу новый институт развития, в рамках которого новые финансовые инструменты – акции высокотехнологических компаний и паи венчурных фондов – находят своих инвесторов. Продолжающийся глобальный экономический кризис пока не позволил добиться высокой динамики роста числа эмитентов сектора РИИ, однако и в текущих экономических условиях обеспечивается достаточно высокая ликвидность сектора.

Перспективы развития сектора РИИ видятся, среди прочего, в совершенствовании законодательства, которое позволит крупным институциональным инвесторам (в частности, пенсионным и инвестиционным фондам, страховым компаниям) осуществлять инвестиции в акции инновационных компаний, торгуемых в секторе РИИ.

Список литературы

1. Индекс ММВБ-Инновации // Сайт ОАО ММВБ-РТС. URL: <http://www.micex.ru/marketdata/indices/shares/innovations#&index=MICEXINNOV> (дата обращения: 12.04.2012).
2. Информационно-торговая система РИИ-Борд [Электронный ресурс] URL: <http://www.ipoboard.ru> (дата обращения: 05.04.2012).
3. Постановление Правительства РФ от 22 февраля 2012 г. № 156 «Об утверждении Правил отнесения акций российских организаций, обращающихся на организованном рынке ценных бумаг, к акциям высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики». Доступ из справочно-правовой системы «КонсультантПлюс».
4. Правила листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг в ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» С. 170 // Сайт ОАО ММВБ-РТС. URL: <http://fs.rts.micex.ru/files/257> (дата обращения: 05.04.2012).
5. Пресс-релиз по итогам размещения акций ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ» // Эмитенты РИИ. ОАО ММВБ-РТС, URL: <http://www.micex.ru/markets/stock/emitents/rii/emitents/1741> (дата обращения: 20.12.2011).
6. Приказ ФСФР России от 06.12.2011 № 11-65/пз-н «О предоставлении информации о ценных бумагах и производных финансовых инструментах». Доступ из справочно-правовой системы «КонсультантПлюс».
7. Федеральный закон от 28 декабря 2010 г. № 395-ФЗ «О внесении изменений в часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации». Доступ из справочно-правовой системы «КонсультантПлюс».
8. FTSE AIM All shares Index // London Stock Exchange. URL: <http://www.londonstockexchange.com/exchange/prices-andmarkets/stocks/indices/summary/summary-indices-chart.html?index=AXX> (дата обращения: 12.04.2012).
9. NASDAQ Composite Index // NASDAQ URL: <http://www.nasdaq.com/symbol/ixic/stock-chart> (дата обращения: 12.04.2012).
10. TecDAX Index // Xetra (Deutsche Börse Group). URL: <http://www.boerse-frankfurt.de/en/equities/indices/tecdax+DE0007203275> (дата обращения: 12.04.2012).