

ОРГАНИЗАЦИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ ДЛЯ ВЕНЧУРНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ ВО ФРАНЦИИ

1. Le Nouveau marche // Banque. – P., 1996. – № 566. – P. 15-32.
2. Leblanc D. Le Nouveau marche est-il liquide? // Banque. - P., 1997. - № 583. - P. 52-54.
3. Ville L. Six bonnes raisons de croire a la neo-economie // Expansion. – P., 2000. – № 612. – P. 32-37.
4. Valeurs techno: Un tri s'impose // Express. – P., 2000. – № 2532. – P. 77-78.

В последние годы предприятия высокой технологии занимают все более заметное место среди фирм, акции которых обращаются на фондовых биржах. В 1999 г. доля акций высокотехнологичных предприятий в совокупной биржевой капитализации составляла (в процентах) в Финляндии – 74,2, Швеции – 47,6, США – 29,9, Японии – 22,3, Нидерландах – 12,7, Франции – 8,0, Великобритании – 5,7, Германии – 5,3, Бельгии – 1,9 (4, с. 77). На конец ноября 1999 г. объем биржевой капитализации составлял (в млрд. долл.) на фондовых биржах: Нью-Йорка – 10787, НАСДАК – 4226, Токио – 4244, Осаки – 2840, Парижа – 1304, Лондона – 2775, Франкфурта – 1280, Торонто – 693, Цюриха – 662, Монреаля – 622, Амстердама – 618, Милана – 610 (4, с. 73).

Быстрое развитие новейшей технологии является одним из факторов появления и развития значительного числа малых и средних предприятий (МСП), которые организуют свой бизнес на основе использования возможностей информационной технологии. В настоящее время доля отраслей новейшей информационной технологии в производстве ВВП Франции превышает 5%, что больше совокупной доли энергетики и автомобилестроения (2, с. 32). Индекс совокупного объема производства предприятий высокотехнологичных отраслей – информатики, телекоммуникаций, биотехнологии, фармацевтической промышленности и новых материалов – составил в 1999 г. 168,2 (за 100 принят уровень 1990 г.) (2, с. 32). Поскольку занятые в этих отраслях МСП нуждаются в средствах для финансирования, во Франции было принято решение о создании специального рынка, на котором обращались бы ценные бумаги (в основном акции) таких компаний.

В 1995 г. компания “СБФ – Бурс де Пари” (SBF – Bourse de Paris), управляющая Парижской фондовой биржей, создала на правах

100-процентного филиала “Сосьете дю Нуво марше” (СНМ) (Société du Nouveau marché), которому было поручено организовать в первой половине 1996 г. так называемый Новый рынок (Nouveau marché), а затем руководить его деятельностью и развитием. Прообразом Нового рынка была американская система НАСДАК. По словам генерального директора СНМ Д. Лебланка, Новый рынок предназначался для котировки ценных бумаг МСП, занятых в высокотехнологичных отраслях производства и характеризующихся высокими темпами роста, которые для финансирования своего развития нуждаются в привлечении дополнительных средств. Новый рынок создавался и регулируется по правилам, которые соответствуют директиве ЕС об инвестиционных услугах. Поскольку со временем подобные рынки будут создаваться и в других странах ЕС, предполагалось, что, в конечном счете, должна сформироваться европейская сеть подобных рынков, на которых будут обращаться ценные бумаги динамичных МСП не только из стран ЕС, но и из третьих стран.

Предварительные исследования показали, что численность потенциальных участников Нового рынка может составить 4500 компаний. Процедура допуска компаний на Новый рынок упрощена. Компания-кандидат должна представить проект своего развития на ближайшие три года и обосновать необходимость увеличения капитала для целей развития. Для оценки качества, научно-технической и промышленной жизнеспособности проекта при СНМ действует экспертный комитет. При необходимости СНМ прибегает к привлечению независимых консультантов, дающих заключение о жизнеспособности и эффективности проекта, представленного предприятием-кандидатом.

Существуют и формальные критерии допуска предприятий на Новый рынок. Баланс предприятия-кандидата должен составлять не менее 20 млн. франков, а собственный капитал – не менее 8 млн. Минимальная численность обращающихся на Новом рынке ценных бумаг (в основном акций) должна составлять 100 тыс., а сумма их капитализации – около 10 млн. франков. Руководители и акционеры-основатели компании в течение, по крайней мере, трех лет после введения их акций на Новый рынок обязаны сохранять в своих руках не менее 80% участия в капитале компании, которое они имели на момент этого введения. Для компаний, возраст которых составляет менее двух лет, сохраняющаяся доля должна равняться 100% в течение двух лет после введения акций компании на Новый рынок (1, с. 17).

Компании-эмитенты ценных бумаг на Новый рынок обязаны регулярно и постоянно предоставлять информацию о своем положении и реализации проекта. Каждый год исходные документы о компании должны регистрироваться в Комиссии по биржевым операциям (КБО) (Commission des opérations de Bourses), осуществляющей надзор за деятельностью фондовых бирж Франции. Годовые и полугодовые отчеты, составленные по международным стандартам, должны предоставляться и публиковаться по правилам, действующим для компаний, оперирующих на вторичном рынке.

Для котировки акций наиболее динамичных МСП и в других странах ЕС созданы специальные системы, аналогичные Новому рынку и НАСДАК. Так, в Великобритании с июня 1995 г. действуют несколько систем, в том числе: созданный Лондонской фондовой биржей Альтернативный инвестиционный рынок (АИР) (Alternative Investment Market); система Tradedpoint; базирующееся в Великобритании общество ESI (Electronic share interchange), предоставляющее возможность индивидуальным инвесторам покупать и продавать акции через систему Интернет. В Италии для МСП в 1996 г. создан электронный рынок ценных бумаг – Метим (Metim – Mercato telematico delle imprese).

По инициативе Европейской ассоциации венчурного капитала (European Venture Capital Association), Европейской ассоциации дилеров по ценным бумагам (European Association on Securities Dealers – EASD) и при поддержке Европейской комиссии и министров стран-членов ЕС по делам промышленности и занятости было принято решение о создании в конце лета 1996 г. Европейской системы автоматизированной котировки – ЕАСДАК (European Association of Securities Dealers Automated Quotations), которая призвана стать альтернативой американской НАСДАК. Компания ЕАСДАК является бельгийским обществом, имеющим 40 акционеров, в том числе и НАСДАК. Документация ведется на четырех языках – английском, французском, немецком и голландском. Первыми эмитентами акций в новой системе должны были стать 50 компаний из стран ЕС, Восточной Европы и Израиля. Основные требования к компаниям, включаемым в систему ЕАСДАК: чистые активы – 1,8 млн. экю, баланс – 3,5 млн. экю; численность котирующихся акций – 100 тыс; численность акционеров после включения в систему зависит от численности акций, но не менее 100. Возможно, но не обязательно предоставление прогноза развития компании на ближайшие годы; требуется квартальная (несертифицированная) отчетность и составление годового отчета по стандартам IASC (International

Accounting Standards Committee) или GAAP (Generally Accepted Accounting Principles).

Некоторые условия доступа компаний на рынки типа НАСДАК (1, с.27).

	НАСДАК		АИР	Метим	ЕАСДАК	Новый Рынок
	I вариант*	II вариант*				
Собственный капитал	4 млн. долл.	12 млн. долл.	Никаких условий	2,5 млрд. лир	1,8 млн. экю**	8 млн. фр.
Активы	-	-	-	-	3,5 млн. экю	20 млн. фр.
Чистая прибыль (за 2 последних года)	400 тыс. долл.	-	-	-	-	-
Прибыль до уплаты налогов (за 2 последних года)	750 млн. долл.	-	-	-	-	-
Численность акций	500 тыс.	1 млн.	-	-	100 тыс.	-
Биржевая капитализация акций	3 млн. долл.	15 млн. долл.	-	-	-	10 млн. фр.
Численность акционеров	400-800	400	-	Более 100	100	-
Минимальное число маркет-мейкеров	2	2	-	-	-	-
Периодичность предоставления отчета	Квартальные и годовые отчеты		Год. отчет	Год. отчет	Кварт. и год. отчеты	Полугод. и год. отчеты

* - вариант I относится к компаниям, которые уже получали прибыль в предыдущие годы, а вариант II – к компаниям, ведущим научные исследования и еще не получавшим прибыль;

** - с 1 января 1999 г. экю конвертированы в евро в соотношении 1:1.

Уже за первый год своего существования Новый рынок достиг немалых успехов. На 31 мая 1997 г. численность биржевых (брокерских) компаний-членов рынка, действующих как по поручению клиентов, так и в качестве “держателей рынка”, составила 65 и ассоциированных членов также 65. Объем капитализации обращающихся на нем ценных бумаг достиг 9,1 млрд. фр., а ежедневный объем обмениваемых капиталов – 18,3 млрд. фр. (2, с.52). Такие результаты во многом были обусловлены тем, что в основу Нового рынка была положена оригинальная структура организации торговли ценными бумагами, сочетающая в себе две модели:

Первая модель основана на централизации заказов клиентов и регистрации их в “книге заказов”. На основе сопоставления данных о заказах дважды в день (в 10 час. 30 мин. и в 16 час. 30 мин.) проводятся сессии котировки (фиксации) курсов ценных бумаг. В рамках этой модели, используемой на Парижской фондовой бирже, единый курс той или иной ценной бумаги (в основном акции) определяется в зависимости от спроса и предложения на нее в момент проведения сессии.

Вторая модель носит название модели “держателей рынка” – независимых дилеров, или маркет-мейкеров (market makers), которые не только осуществляют на основе приказов клиентов постоянные котировки акций, объявляя их курсовые цены, но и ведут операции по купле – продаже акций за свой счет, создавая собственные запасы акций. Таким образом, вокруг каждого дилера как бы формируется собственный рынок, до определенной степени независимый от рынков других дилеров, что является дополнительным фактором острой конкуренции между ними. Маркет-мейкеры ведут операции в промежутке между сессиями, постоянно предлагая цены для купли – продажи определенного количества ценных бумаг. При этом они обязаны соблюдать максимальный разрыв между объявляемыми ими ценами покупателя и продавца. Вторая модель организации рынка действует на Лондонской бирже.

Двойственный характер организации торгов на Новом рынке объясняется стремлением его создателей обеспечить за счет взаимодополняемости двух названных моделей максимальный объем сделок и максимальную ликвидность Нового рынка. Как известно, при

высокой ликвидности любой участник рынка может в любой момент осуществить на нем сделку, серьезно не нарушая при этом сложившееся равновесие. Как подчеркивал директор СНМ, “по прошествии года можно уверенно сказать, что эти цели были достигнуты” (2, с. 53).

Система централизации заказов и фиксации курсов обслуживает в основном небольшие заказы индивидуальных инвесторов (клиентов), которые ведут частые операции с небольшим объемом или количеством ценных бумаг. На рынок держателей рынка (ДР) поступают более крупные заказы (“пакеты акций”) отдельных клиентов, в том числе биржевых (брокерских) компаний, институциональных инвесторов и т.д. В среднем с начала сентября 1996 г. по 31 мая 1997 г. средний объем сделки каждого держателя рынка составлял 723 тыс. фр., тогда как в системе централизованной фиксации курсов – только 25 тыс. фр. (2, с. 53).

За время существования Нового рынка обе модели котировки ценных бумаг, предназначенные для различных категорий клиентов, развивались параллельно, о чем свидетельствует неизменность распределения между ними объема обмениваемых капиталов и численности заказов. Во время первого сеанса в среднем обменивается 24% капиталов, второго – 36% и на рынке ДР – 40% (2, с. 53).

Несмотря на достаточно четкое разделение Нового рынка между двумя моделями организации торговли, эксперты констатируют позитивное взаимодействие между ними. Так, деятельность ДР способствует увеличению ликвидности рынка, а также привлечению на него новых инвесторов, тогда как проведение сеансов централизованной котировки курсов вызывает увеличение объема сделок на рынке маркет-мейкеров. Кроме того, устанавливаемые в ходе сеансов цены (курсы), отражающие соотношение между спросом и предложением на ценные бумаги отдельных типов, служат в качестве справочных (референтных) цен при ведении маркет-мейкерами торгов со своими клиентами. Между системами котировки не существует непроницаемых границ, и маркет-мейкерам приходится конкурировать не только между собой (особенно тогда, когда они ведут операции с одними и теми же типами ценных бумаг), но и с системой централизованных заказов.

Услуги, предоставляемые маркет-мейкерами своим клиентам, оплачиваются за счет разницы между ценами продажи и покупки ценных бумаг, т.е. за счет так называемой “вилки цен”. В ходе торгов между маркет-мейкерами и потенциальным инвестором “вилка цены” реальной сделки может отклоняться в ту или иную сторону от заранее объявленной

“вилки”. В период с декабря 1996 г. по март 1997 г. объявленный разрыв составлял в среднем 6,56%, а реальный – 4,05% (2, с.53). О влиянии конкуренции между маркет–мейкерами на уровень курсов ценных бумаг свидетельствует тот факт, что в рассматриваемый период фактический разрыв в ценах продажи и купли ценных бумаг, с которыми оперируют несколько маркет–мейкеров, составлял в среднем 3,48%, тогда как для ценных бумаг, с которыми оперирует лишь один биржевой агент, - 4,17% (2, с. 54).

На Новом рынке в 1999 г. к числу высокотехнологичных компаний, курсы акций которых возросли в наибольшей степени, относились: FI System (консультации по использованию Интернета) – курс акций возрос на 1136,79%, Valtech (консультации в области электронной торговли) - рост курсов на 1048,2%, Europstat (маркетинговые услуги для предприятий высокой технологии) – рост на 876,71%, Integra разработка сайтов для электронной торговли) – рост на 622%, Cross Systems (информационные услуги) – рост на 598,41% (4, с. 78). В то же время курсы акций некоторых компаний, обращавшихся на Новом рынке, снизились; при этом наибольшее падение составляло в 1999 г. 94%.

Л.А. Зубченко