

О. А. Сьомченков

## ПРО ПОДВІЙНИЙ ЛІСТИНГ ПАЙОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ ІНОЗЕМНИХ КОМПАНІЙ З АКТИВАМИ В УКРАЇНІ НА НАЦІОНАЛЬНИХ ФОНДОВИХ БІРЖАХ

*Обґрунтовано доцільність запровадження подвійного лістингу акцій іноземних компаній з активами в Україні на вітчизняних фондових біржах. Визначено його основні проблеми, у т. ч. пов'язані з національною нормативною базою. Запропоновано механізм виведення іноземних акцій на український фондовий ринок із визначенням завдань учасників ринку при його реалізації.*

*Expediency of introducing the dual listing of shares of foreign companies having assets on national stock markets in Ukraine is substantiated. Major problems of the above listing, including those related to the national normative base are identified. Mechanism of introduction of foreign shares onto Ukraine's stock market is suggested and tasks of market participants by its implementation are defined.*

**Ключові слова:** емітент, акція, глобальний сертифікат, фондова біржа, лістинг, котирування, депозитарний облік, ліквідність.

Подвійний лістинг як допуск цінних паперів до одночасного котирування на двох біржах поширений у світовій практиці. Якщо внутрішній подвійний лістинг є звичною практикою в Україні, то міжнародний визначено перспективним напрямом розвитку національного фондового ринку.

Дискусії щодо подвійного лістингу в нашій країні точаться з середини минулого десятиріччя. Однією з їх причин була активна діяльність Варшавської фондової біржі (ВФБ), яка у 2006 р. уклала угоди з кількома професійними учасниками фондового ринку України та консалтинговими компаніями, серед яких Український маклерський дім “E-Volution Capitel”, ФК “Альтера Фінанс”, “Сократ” та “Міленіум Капітал”, а згодом підписала договір про співробітництво з ПФТС (у 2007 р. — основний фондовий майданчик України) та придбала 24,98 % акцій фондової біржі “ІННЕКС”. Основна мета розширення співробітництва з українськими фондовиками полягала в залученні вітчизняних компаній до ІРО на польському майданчику, отриманні переваг у боротьбі за клієнтів із лондонськими, франкфуртськими та іншими конкурентами. Проте в домовленостях керівництва ВФБ з українськими колегами містилися пункти, що безпосередньо стосувалися подвійного лістингу, зокрема в договорі з ПФТС передбачалася можливість присутності українських та польських компаній на двох біржах.

Більшість фахівців, проте, сходилося на думці про неможливість подвійного лістингу протягом найближчих п'яти років, що підтвердилося з часом [1]. Справді, виведення українських компаній на закордонні біржі як тоді, так і сьогодні завдання не найближчого майбутнього через незадовільну, з позиції

європейського бізнес-товариства, якість корпоративного управління, формат подання інформації емітентом, жорсткіші умови лістингу за кордоном, відсутність механізмів переміщення інструментів (кореспондентських відносин між депозитаріями), зовнішню оцінку всіх аспектів інвестиційного клімату нашої країни, включаючи захист бізнесу. Вітчизняний фондовий ринок нецікавий для іноземних емітентів насамперед через відсутність доступного емітентам інвестиційного ресурсу та інших переваг, які забезпечуються котируванням цінних паперів, специфікою національного валютного регулювання, що унеможливорює широке представництво іноземного бізнесу в лістингу українських бірж.

Принципових змін в аспекті розв'язання зазначених проблем за останніх п'ять років не відбулося, проте виникла обставина, що вивела проблематику подвійного лістингу на якісно новий рівень, привернувши увагу не лише науковців і практиків, а й державних чиновників. Йдеться про сформування в результаті проведення IPO потужну групу іноземних компаній у лістингу закордонних бірж, що володіють активами в Україні. Наприклад, якщо у 2006 р. у лістингу ВФБ була тільки одна компанія з активами в Україні — “Astarta Holding N. V.” (на біржі з серпня 2006 р.), то на липень 2012 р. таких компаній вже 11, що навіть дало змогу запровадити на біржі наприкінці 2010 р. індекс WIG-Ukrain. Представництво українського бізнесу в лістингу іноземних бірж створило умови для поетапного розв'язання глобального завдання запровадження подвійного лістингу. На першому етапі доцільно впровадити механізм подвійного лістингу компаній із “українським корінням” на вітчизняних біржах, що було предметом обговорення на засіданнях уряду та роботи фахівців Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). Активізація останнім часом дослідницької діяльності підтверджує актуальність проблематики.

Однак більшість публікацій присвячено конкретизації окремих нюансів загального питання, а відповідно, постає потреба в узагальненні та обґрунтуванні механізму виведення на вітчизняний ринок акцій іноземних компаній з активами в Україні, яка й визначає мету статті.

Прагнення розширити власну ресурсну базу, що супроводжується оптимізацією корпоративної структури, формуванням позитивного іміджу, ефективних механізмів захисту активів та ринкової оцінки бізнесу, обґрунтували доцільність виходу низки українських компаній на іноземні фондові торговельні майданчики. Водночас іноземні компанії, розвиваючи власний бізнес, використовували насамперед природні ресурси нашої країни, розширюючи присутність в Україні. Таким чином, сформувалася велика група підприємств, що мають активи в Україні та отримують прибутки від їх використання, акції (або депозитарні розписки на акції) яких містяться у біржових списках провідних фондових бірж (табл. 1).

Таблиця 1. Компанії з активами в Україні, акції (або депозитарні розписки на акції) яких мають обіг на іноземних фондових біржах, станом на липень 2012 р.

Назва біржі	Кількість компаній	Назви компаній
Варшавська фондова біржа (WSE)	11	Agroton Public Limited, Astarta Holding N. V., Kernel Holding S. A., Milkiland N. V., Industrial Milk Company S. A., KSG Agro S. A., Ovostar Union N. V., Sadovaya Group S. A., Westa ISIC S. A., Coal Energy S. A., Agroliga Group PLC (New Connect)
Лондонська фондова біржа (LSE)	11	MHP S. A. (Миронівський хлібопродукт), Avangardco IPL, Cadogan Petroleum PLC, Ukraine Opportunity Trust PLC (AIM), Aisi Realty Public Ltd (AIM), Dragon — Ukrainian Properties & Development PLC (AIM), Ferrexpo PLC (AIM), KDD Group N. V. (AIM), XXI Century Investments Public Limited (AIM), Ukrproduct Group LTD (AIM), Continental Farmers Group PLC (AIM)
Deutsche Börse (основний майданчик — Франкфуртська фондова біржа (FSE))	6	TMM Real Estate Development PLC, Agroton Public Limited, MCB Agricole Holding AG, Mriya Agro Holding Public Limited, Sintal Agriculture Public Limited, Advantest Public Limited
NYSE-Euronext	1	Agrogeneration SA
NASDAQ OMX First North in Stockholm	1	Alpcot Agro AB (publ)

Джерело: офіційні веб-сайти зазначених бірж і компаній.

Отже на іноземних фондових біржах мають обіг акції (або права на них) 29 компаній з активами в Україні. Звертаємо увагу на те, що “Agroton Public Limited” представлена на Варшавській біржі та у всесвітній електронній системі торгівлі цінними паперами Xetra (управляється Deutsche Börse): на першій торгуються акції компанії, а на другій — депозитарні розписки, що є різновидом подвійного лістингу. Основним майданчиком розміщення акцій компаній з активами в Україні є Варшавська фондова біржа (11 емітентів). До речі, українське представництво у Варшаві є найбільшим: станом на кінець 2011 р. в лістингу біржі було 46 іноземних компаній, 39 з яких котирувалися на Головному ринку, а сім на ринку New Connect. Крім того, із 39 компаній на Головному ринку 20 мали подвійний лістинг. Для українських компаній логічним форматом подвійного лістингу є виведення їх саме на біржі країни їх походження. Кількість компаній з активами в нашій країні на Лондонській біржі така сама, як і на ВФБ, проте більшість їх допущена на альтернативний ринок (AIM) фондового майданчика. Інші біржі мають менше представництво бізнесу, пов’язаного з Україною, але пайові інструменти емітентів (див. табл. 1) та права на них формують загальний потенціал подвійного лістингу.

Кожна компанія пройшла свій шлях до входження у список: для одних лістинг за кордоном став результатом проведення ІРО, при цьому фактично весь бізнес або ледве його частка розміщені в Україні, для інших — класичного розширення бізнесу іноземних компаній із набуттям активів у нашій країні. Прикладом другого варіанта є компанія “Alpcot Agro”, зареєстрована у 2006 р. в Швеції, що спеціалізується на інвестуванні в сільське господарство

в Російській Федерації та Україні (у 2011 р. її земельний банк становив 205,6 тис. га, з яких 186,2 тис. га в РФ та 19,4 тис. га в Україні). Наведений приклад важливий з позиції розуміння зацікавленості керівництва компаній у лістингу на українських біржах, оскільки саме їх рішення є визначальним. Таким чином, з одного боку, не варто очікувати повного представництва зазначених іноземних компаній у лістингових списках українських бірж. З другого боку, створювати процедуру під декілька компаній економічно недоцільно. Результатом взаємодії зацікавлених сторін має бути універсальний механізм лістингу з максимальним урахуванням інтересів емітентів.

Активізація роботи із започаткування подвійного лістингу іноземних компаній на українських біржах ґрунтується на очікуванні його позитивного впливу на розвиток національного фондового ринку та отриманні такими компаніями додаткових важелів стимулювання власного розвитку. Розглянемо детальніше переваги подвійного лістингу на рівні ринку цінних паперів України.

Якщо розглядати лістинг як експертизу з виявлення найбільш якісних та надійних цінних паперів з метою захисту інтересів та підвищення довіри інвесторів, то проведення подвійного лістингу збільшить кількість інвестиційно привабливих інструментів на організованому сегменті фондового ринку країни. Станом на 20 липня 2012 р. у біржовому списку Української біржі (УБ) з першим рівнем лістингу були акції 12 емітентів, з другим — шести, на ПФТС акції п'яти емітентів визнано такими, що відповідають першому рівню та 41 — другому. Таким чином, на основних фондових біржах країни лістинговими є акції 56 емітентів (акції АТ “Мотор Січ” мають внутрішній подвійний лістинг за першим рівнем, акції ще семи емітентів з першого рівня лістингу УБ включені до другого рівня ПФТС). Акції практично всіх компаній, зазначених у табл. 1, відповідають вітчизняним вимогам лістингу. Для доведення твердження порівняємо вимоги, що висувуються до емітентів в Україні для внесення їхніх акцій до першого рівня лістингу [2] та на Головному ринку ВФБ (табл. 2).

Незважаючи на неповну ідентичність у вимогах до емітентів, можна стверджувати про жорсткіші підходи на ВФБ. Проте деякі позиції потребують додаткових пояснень, наприклад, час функціонування. Так, де-факто час функціонування емітента збігається, однак для проведення IPO, за результатами якого більшість компаній і потрапила у лістинг ВФБ, необхідне створення SPV (компанії спеціального призначення чи “проектної компанії”), яка, у свою чергу, реєструється в процесі підготовки IPO, тому де-юре вимогам першого національного рівня лістингу відповідають компанії, фондові інструменти яких допущено в обіг на ВФБ до 2010 р. Згідно з національними вимогами час функціонування емітента для включення його акцій до другого рівня має становити не менше року, тому практично всі компанії українського походження на ВФБ відповідають такій вимозі.

Таблиця 2. Порівняння лістингових вимог до емітентів акцій в Україні та на ВФБ

Вимога до емітента	Перший рівень лістингу (біржовий ринок України)	Головний ринок Варшавської фондової біржі
Час функціонування	Не менше трьох років	Надання інформації за три роки
Вартість чистих активів	Не менше 100 млн грн (≈ 9 960 тис. євро)	Не визначається
Виручка від реалізації	За останній фінансовий рік ≥ 100 млн грн	Немає обмежень
Ринкова капіталізація	Не менше 100 млн грн	Не менше 15 млн євро
Структура акціонерів	Загальна кількість акціонерів не менше 500 осіб	Акціонерам, що взяли участь у розміщенні, має належати не менше 25 % акцій або 500 тис. акцій загальною вартістю не менше 17 млн євро (за останньою ціною продажу чи ціною на момент випуску)
Результативність діяльності	Відсутність збитків за підсумками двох останніх років	Не регламентується, проте фінансовий стан емітента й ефективність його діяльності є обов'язковим інформаційним компонентом, що супроводжує котирування
Дотримання правил корпоративного управління	Рекомендується дотримання Принципів корпоративного управління	Вимагається дотримання відповідного кодексу (при проведенні ІРО допускається пояснення причин неможливості їх дотримання у поточний момент)

*Джерело:* Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж : рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 19.12.2006 № 1542 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0035-07>; Про затвердження Принципів корпоративного управління : рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11.12.2003 № 571 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?code=vr571312-03,%20vr052312-08>; Офіційний веб-сайт Варшавської фондової біржі [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.gpw.pl>.

Оскільки не отримано однозначної відповіді на відповідність вимог через різні підходи до їх обґрунтування, перевіримо відповідність індивідуальних показників компаній національним вимогам (табл. 3).

Наведені дані підтверджують відповідність показників двох компаній, а саме “Kernel Holding S. A.” та “Astarta Holding N. V.”, першому національному рівню лістингу. Наявність збитків у 2011 звітному році є фактично єдиною підставою для визнання акцій “Agroton Public Limited” такими, що не відповідають першому рівню, а згідно з чинними правилами й другому. Акції інших компаній за даними табл. 3 також відповідають першому національному рівню лістингу, але дата їх реєстрації поки що дає можливість розраховувати тільки на другий рівень.

Ще одним критерієм, визначеним правилами лістингу акцій в Україні, є місячний біржовий оборот, який встановлюється тільки апостеріорі. Вивчення обсягу обороту за акціями, що цікавили нас, на ВФБ також підтверджує їхню достатню ліквідність.

Ініціюючи лістинг акцій, емітент бере на себе зобов'язання інформаційного супроводження власної діяльності. Вимоги надання інформації

**Таблиця 3. Основні показники компаній українського походження, акції яких включені до лістингу Головного ринку ВФБ, станом на 09.07.2012**

Компанія	Ринкова капіталізація, млн євро	Вартість чистих активів, млн євро	Загальний обсяг продажів за останній фінансовий рік, тис. дол. США	Чистий прибуток/збиток у 2010 фінансовому році, млн дол. США	Чистий прибуток/збиток у 2011 фінансовому році, млн дол. США
Kernel Holding S. A.*	1 200,93	883,97	1 899 118	152,0	226,0
Agroton Public Limited	50,14	101,86	99 738	15,5	-2,3
Astarta Holding N. V.	356,29	302,87	423 572	105,0	122,1
Milkiland N. V.	138,81	163,39	389 395	29,4	20,6
Industrial Milk Company S. A.	85,87	80,87	29 084	14,8	17,3
Ovostar Union N. V.	128,19	67,65	50 626	9,0	20,1
Sadovaya Group S. A.	38,98	51,84	90 086	7,9	10,3
KSG Agro S. A.	65,59	68,60	34 665	10,0	28,2
Westa ISIC S. A.	9,33	9,28	172 840	33,7	1,2
Coal Energy S. A.*	189,67	81,64	150 867	4,8	36,8

\* Наведено дані за фінансовий рік, що закінчився 30.06.2011.

*Джерело:* фінансова звітність компаній “Kernel Holding S. A.”, “Agroton Public Limited”, “Astarta Holding N. V.”, “Milkiland N. V.”, “Industrial Milk Company S. A.”, “Ovostar Union N. V.”, “Sadovaya Group S. A.”, “KSG Agro S. A.”, “Westa ISIC S. A.”, “Coal Energy S. A.”.

визначаються торговельними майданчиками та є важливим елементом механізму підвищення інформованості інвесторів і захисту їхніх інтересів (табл. 4).

Порівняння вимог до емітентів стосовно інформаційного забезпечення процесу котирування їхніх пайових інструментів на ВФБ та УБ підтверджує більшу вимогливість першої, проте деякі позиції на УБ передбачають менші строки подання інформації, наприклад квартальної.

У контексті дослідження лістингового потенціалу акцій іноземних компаній, пов'язаних з Україною, визначимо пропозиції щодо вдосконалення вітчизняної нормативної бази. Перша стосується форм подання періодичної інформації. На Головному майданчику ВФБ, як і на інших торговельних майданчиках, передбачається використання емітентом Міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ), затверджених для використання в ЄС, Загальноприйнятих принципів бухгалтерського обліку (ЗПБО) США чи ЗПБО, рівноцінних стандартам ЄС. Запровадження МСФЗ є питанням часу, оскільки Міністерство фінансів України систематично вносить зміни до національних стандартів, зближуючи вітчизняну систему обліку з європейською. Тому пропонуємо визнати українськими торговельними майданчиками та НКЦПФР прийнятність подання емітентами періодичної звітності, сформованої на підставі МСФЗ, допускаючи внесення рекомендацій, спрямованих на адаптацію

Таблиця 4. Зобов'язання емітентів лістингових акцій щодо розкриття інформації на Українській біржі та Головному ринку ВФБ

Вимога щодо інформації	Українська біржа	Головний ринок ВФБ
Суттєва інформація	Протягом 10 днів надається інформація про зміни, внесені до Статуту, та номінальної вартості акцій, їх анулювання, реєстрацію проспекту додаткової емісії; дублювання інформації, опублікованої в новинах загальнодоступної бази даних НКЦПФР	Негайне доведення до інвесторів. Звіт про будь-яку важливу подію надається протягом доби
Річна звітність	Регулярна інформація розкривається згідно із законодавством; копія аудиторського висновку надається не пізніше 30 днів з дати його підписання аудитором	Надається протягом чотирьох місяців після закінчення фінансового року, підтверджена зареєстрованим аудитором
Піврічна звітність	Окремо не регламентується	Надається протягом двох місяців після закінчення I півріччя, підтверджена аудитором
Квартальна звітність	Протягом 30 днів після закінчення кварталу надаються баланс, звіт про фінансові результати, довідки про кількість акціонерів і вартість чистих активів	Надається протягом 35/45/60 днів (залежно від організаційно-правової форми емітента) після закінчення кварталу

*Джерело:* Офіційний веб-сайт Української біржі [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.uk.ua>; Офіційний веб-сайт Варшавської фондової біржі [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.gpw.pl>.

інформації для використання в Україні. Крім того, необхідно звернути увагу на часові норми подання періодичної інформації. У Польщі фінансовий рік такий самий, як в Україні, проте в Європі є країни з відмінними часовими межами фінансового року, наприклад, Великобританія, Гібралтар, Мальта, що не перешкоджає котируванню на ВФБ акцій емітентів, зареєстрованих у них (наприклад, “Kernel Holding S. A.” та “Coal Energy S. A.”). Отже, і в Україні це не повинно бути перешкодою.

Проблемною є така умова лістингу акцій, як прибутковість діяльності емітента у попередніх фінансових роках: отриманий в останньому фінансовому році збиток унеможливорює включення акцій суб'єкта як до першого, так і до другого рівня лістингу [2]. Збиткова діяльність є результатом прояву певних суб'єктивних і об'єктивних факторів та не обов'язково призводить до зниження інвестиційної привабливості інструменту, тому радикальне “зниження класу” акцій не логічне. Саме ця вимога Положення про функціонування фондових бірж при трансформації у внутрішні вимоги щодо лістингу зазнає коректив. Наприклад, на Українській біржі для включення акцій у перший рівень лістингу збиткова діяльність емітента може бути тільки за результатом одного із трьох останніх років. Тому пропонуємо внести зміни до Положення, закріпивши як вимогу для внесення акцій у перший рівень лістингу прибуткову діяльність емітента у будь-яких двох фінансових роках протягом останнього трирічного періоду та відсутність збитків за підсумками одного з двох останніх фінансових років для акцій другого рівня лістингу.

Збільшення кількості лістингових акцій на торговельних майданчиках країни як очікуваний результат упровадження подвійного лістингу сприятиме

розширенню галузевого представництва емітентів на ринку акцій. У табл. 1 більшість компаній належать до агропромислового комплексу з потужним сільськогосподарським виробництвом (16 суб'єктів без урахування “Ukrproduct Group LTD”, яка представляє харчову промисловість). Крім того, п'ять компаній спеціалізуються на будівництві та девелопменті, а одна — на медіа-діяльності (“Advantest Public Limited”). Аналіз списків ПФТС та УБ дає підстави стверджувати, що зазначені сфери бізнесу взагалі не мають представництва через пайові інструменти у лістингу, виняток становлять тільки акції двох підприємств харчової промисловості (ПАТ “Кримхліб” і ВАТ “Одеський коровай”) у лістингу другого рівня ПФТС.

Особливого змісту галузева диверсифікація фондової діяльності набуває в аспекті включення акцій із подвійного лістингу до фондових індексів, котрі як індикатори зміни цін фондових активів виконують низку функцій, серед яких особливе місце посідає інформативна. Забезпечення інвесторів, аналітиків та інших зацікавлених відповідною інформацією у зручному вигляді дає можливість оперативно орієнтуватися в ситуації, що складається у відповідному ринковому сегменті, а в деяких випадках і в економічних системах.

Основними фондовими індикаторами, що розраховуються в Україні, є індекси ПФТС та UX, що відображають зміну цін акцій кошику відповідно на ПФТС і Українській біржі. Ці показники використовуються як усередині країни, так і за її межами для характеристики національного інвестиційного клімату, а тому їх значення складно переоцінити. На жаль, такі галузі, як торгівля, сільське господарство, харчова промисловість, будівництво взагалі не представлені в зазначених індексах, попри їхню важливу роль у функціонуванні національної економіки та привабливість як для вітчизняних, так і зарубіжних інвесторів. Внутрішніх можливостей включення акцій підприємств цих галузей в індексні кошики практично немає через відсутність відповідних кандидатів. Отже, подвійний лістинг створить умови для ротацій в індексних кошиках, спрямованих на розширення галузевого представництва насамперед агропромислових і будівельних компаній, що дасть змогу підвищити якість індексів.

Внесення акцій іноземних компаній з активами в Україні до індексів, покладених в основу похідних інструментів (наприклад, ф'ючерс на індекс УБ), буде позитивно сприйнято учасниками строкового ринку. Грунтовність і прогнозованість цін на такі фінансові деривативи як очікувані результати індексної ротації мають спонукати до зростання активності інвесторів на відповідному сегменті фондового ринку.

Наступна перевага подвійного лістингу походить із системи оцінювання пайових інструментів. Купівля цінних паперів, що надійдуть в Україну через подвійний лістинг, фактично означатиме відкриття валютної позиції, оскільки основна біржа їх котирування передбачає фіксацію ціни в іноземній



валюти (польський злотий, євро, фунт стерлінгів, долар США). Пропозиції щодо купівлі-продажу таких інструментів на вітчизняних біржах формуватимуться з урахуванням їхньої вартості на біржах, що забезпечують вищу ліквідність (принаймні на першому етапі це будуть іноземні біржі) з урахуванням трансакційних (арбітражних) витрат. Тому на відміну від вітчизняних цінних паперів інструменти подвійного лістингу мають властивість девальваційного захисту.

Акції з подвійного лістингу в Україні мають оцінюватися у національній грошовій одиниці, що з урахуванням визначеної вище властивості при включенні їх до індексних кошиків обґрунтовує доцільність запровадження спеціальних коригувальних коефіцієнтів, які компенсуватимуть вплив на індекс змін на валютному ринку.

Запровадження подвійного лістингу створює механізми інвестування в іноземні цінні папери, що важливо в умовах становлення та розвитку інституційних інвесторів. У цьому аспекті відзначимо специфічну диверсифікаційну придатність інструментів, що походить з їхніх особливих властивостей. Нині законодавство дозволяє цій групі інвесторів купувати іноземні папери, проте провести таку операцію можна з допомогою іноземних посередників, дотримуючись норм валютних обмежень (індивідуальна ліцензія, ліміт активів у портфелі, інвестиційні якості інструментів тощо). Подвійний лістинг дасть змогу здійснювати такі операції через професійних учасників національного фондового ринку, а проблеми, пов'язані з обмеженнями, вирішуватимуться не кожним інвестором індивідуально, а централізовано, при виведенні інструментів на внутрішній ринок.

Є багато інших переваг запровадження подвійного лістингу. Серед них: розширення співпраці з іноземними учасниками фондового ринку, поповнення інформативної бази оцінювання бізнесу в Україні, розвиток корпоративної культури, формування механізмів протидії ринковим маніпуляціям. Загалом подвійний лістинг можна вважати важливим інтеграційним кроком у світову фінансову систему.

Згідно з рішенням ДКЦПФР від 19.12.2006 № 1542 внесення цінних паперів до біржового реєстру здійснюється лише за ініціативою їхнього емітента, отже, вирішальним при подвійному лістингу має бути бажання емітентів. Таким чином, необхідно крім розглянутих переваг визначити те, що спонукало б менеджмент іноземних компаній з активами в Україні до відповідних кроків. Насправді вигід для емітентів не так багато, тому побудова механізму має максимально враховувати їхні інтереси.

Головним аргументом на користь такого лістингу є активізація інформаційного супроводу діяльності іноземних компаній в Україні. Інформаційний ефект може мати різнопланову дію: від впізнаваності власних брендів до підтримки розвитку бізнесу. Вертикальна інтеграція бізнесу, яку використовують

багато іноземних компаній, передбачає певні напрями діяльності у форматі окремих підконтрольних підприємств, у т. ч. української юрисдикції. Позитивна репутація материнської компанії створює додаткові переваги дочірнім утворенням, що може проявлятися, наприклад, через особливі умови кредитування. Розширення доступу до національної ресурсної бази варто визначити як окрему перевагу подвійного лістингу.

Власники іноземних компаній із бізнесом на території України зацікавлені в розвитку управління дочірніми підприємствами шляхом запровадження типових у світовій практиці схем стимулювання менеджменту. Одним із важелів такого впливу є мотиваційні програми для співробітників. Виведення акцій на український ринок створить умови для використання *employee stock option* (ESO) як частини пакета винагороди співробітникам керівної ланки, спрямованої на максимізацію їхньої зацікавленості у підвищенні ринкової вартості акцій компанії.

Розвиток вітчизняного фондового ринку вигідний для іноземних компаній українського походження. Ліквідний, прозорий та ефективний ринок цінних паперів є джерелом зростання вартості як іноземних компаній, представлених у лістингу українських організаторів торгівлі, так і їхніх дочірніх утворень. Крім того, у перспективі не слід ігнорувати можливий “буферний ефект”, за якого вітчизняний ринок може мінімізувати негативний вплив на вартість таких компаній макроекономічних проблем країни основного котирування їхніх акцій.

Є декілька схем виведення акцій іноземних компаній на біржовий ринок України: проведення IPO, що ґрунтується на акціях нової емісії; випуск депозитарних розписок; блокування частини акцій за кордоном на кореспондентському рахунку вітчизняного депозитарію з продажем їх в Україні. Проте кожен із варіантів започаткування подвійного лістингу передбачає внесення відповідних змін до чинної нормативної бази, наявність зацікавленості з боку всіх учасників процесу.

Найімовірнішим, на нашу думку, є варіант купівлі українським торговцем пайових інструментів на майданчику основного котирування за участю іноземного посередника з відповідним блокуванням їх на кореспондентському рахунку українського депозитарію з подальшим продажем інструментів на біржі (біржах) нашої країни. Функціонування механізму ґрунтується на реалізації комплексу договірних відносин між потенційними учасниками процесу, а його основа має бути закладена у відповідному положенні. Останній варіант проекту положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України НКЦПФР датовано 6 липня 2012 р. та оприлюднено 20 липня 2012 р.

Норми проекту не визначають механізму, проте встановлюють правила проведення подвійного лістингу іноземних цінних паперів, що дають змогу конкретизувати систему взаємовідносин суб’єктів. Першою умовою такого

лістингу за відповідного бажання емітента є наявність кореспондентських відносин між депозитаріями. З огляду на певні аспекти розвитку національної системи депозитаріїв та еволюцію регулювання депозитарної діяльності, центральну роль у налагодженні міжнародних депозитарних відносин має відігравати Національний депозитарій України (НДУ), до виключної компетенції якого належить “встановлення відносин і налагодження постійної взаємодії з депозитарними установами інших країн, укладання як двосторонніх, так і багатосторонніх угод про пряме членство або кореспондентські відносини для обслуговування міжнародних операцій з цінними паперами учасників Національної депозитарної системи” [3].

Згідно з інформацією, розміщеною на офіційному сайті, НДУ встановив кореспондентські відносини з міжнародним депозитарієм Clearstream, Центральним депозитарієм Австрії (ОеКВ), який має кореспондентські відносини з Euroclear, SIS SegalnterSettle (Швейцарія), Monte Titoli (Італія), KELER (Угорщина), Zagrebacka Banka (Хорватія), Ceskoslovenska Obchodni Banka (Чехія) та ін. Проте, наприклад, із Національним депозитарієм Польщі такі відносини не налагоджені. Зважаючи на локалізацію представництва українського бізнесу на іноземних фондових біржах, можна визначити пріоритетні напрями встановлення кореспондентських відносин НДУ. Робота в цьому напрямі має проводитися вже сьогодні.

Другий блок взаємовідносин визначається безпосередньо емітентом цінних паперів. У проекті Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України від 22.11.2012 № 1692 ключовим документом подвійного лістингу визначено договір емітента з українською фондовою біржею, який надається для отримання дозволу НКЦПФР. Але укладенню договору має передувати низка домовленостей з іншими учасниками ринку.

Для розуміння комплексу таких домовленостей слід конкретизувати дії для випуску іноземних цінних паперів у внутрішній обіг. До них належать: купівля акцій на біржі основного котирування, отримання повноважень щодо обліку прав на них через НДУ та продаж їх на українській біржі. Виникають сумніви стосовно безпосередньої участі емітента в кожній з дій, тому логічно визначити емітентом уповноважену особу — резидента України, яка спроможна забезпечити реалізацію зазначеного комплексу заходів. По суті, йдеться про андерайтинг з тією відмінністю, що операція купівлі відбувається на вторинному ринку, відповідно, продавцем не обов'язково є емітент. Із позиції співпраці емітента та його контрагента при виведенні інструментів на український ринок важливий широкий спектр консультативних послуг. Представляти інтереси емітента має професійний учасник фондового ринку України, що спеціалізується на торгівлі паперами та підтримує ділові відносини з учасниками ринку діючого котирування цінних паперів. Вибір цього суб'єкта доцільно проводити на конкурсній основі з поданням учасниками

плану розвитку національного сегмента пайових інструментів емітента. Аби уникнути термінологічних непорозумінь далі такого суб'єкта називатимемо “фондовий провайдер”.

За участі зазначеної особи емітент має спрямувати запит на біржу основного котирування з пропозиціями щодо запровадження подвійного лістингу. Важливість такого узгодження пов'язана з можливими наслідками лістингу для іноземної біржі, які полягають у “розмиванні” ліквідності акцій. У світовій практиці відомі прецеденти відмови від подвійного лістингу в разі зниження інвестиційної привабливості акцій. Отже, слід досягти принципових домовленостей із таких позицій: згода на подвійний лістинг, гранична кількість інструментів для виведення на український ринок і механізм їх вилучення з іноземної біржі, вітчизняна біржа (біржі) для їх розміщення. Тільки після результативних переговорів з іноземною біржею можна укласти угоди емітента з вітчизняною біржею, вибір якої обґрунтовано фондовим провайдером у конкурсній пропозиції та узгоджено з іноземною біржею. Необхідною умовою для забезпечення обігу іноземних цінних паперів в Україні є наявність домовленостей між біржами.

Договір емітента з українською біржею — обов'язковий компонент пакета документів для отримання рішення НКЦПФР про допуск цінних паперів до обігу на території України. Проте наявність позитивного рішення не означає завершення підготовчого етапу, оскільки для проведення трансакції між резидентом і нерезидентом необхідно отримати ліцензію НБУ. Де-юре придбання акцій, розміщених за кордоном, є фінансовою інвестицією за кордон.

Згідно з підпунктом “е” п. 4 ст. 5 Декрету Кабінету Міністрів України “Про систему валютного регулювання і валютного контролю” від 19.02.1993 № 15-93 [4] резидент України, що бажає здійснити інвестицію за кордон, зобов'язаний отримати індивідуальну ліцензію НБУ, порядок видачі якої визначено Інструкцією про порядок видачі індивідуальних ліцензій на здійснення інвестицій за кордон від 16.03.1999 № 122. Індивідуальна ліцензія НБУ — належним чином оформлений письмовий дозвіл Національного банку України на право здійснення конкретним резидентом конкретної інвестиції, що передбачає проходження відповідної процедури.

Норми валютного регулювання в процесі запровадження подвійного лістингу визначалися учасниками національного фондового ринку як джерело ключової проблеми, у зв'язку з чим вони висловилися за скасування такої ліцензії [5]. Лібералізація валютного регулювання є важливим завданням, проте скасування ліцензування, навіть як виняток у форматі запровадження подвійного лістингу, не є першочерговим заходом.

Порівнюючи проекти рішення НКЦПФР від 18.05.2012 та 06.07.2012 про допуск цінних паперів іноземних емітентів, зазначимо, що в останньому варіанті немає норм, які передбачають ухвалення позитивного рішення НКЦПФР про лістинг тільки після згоди НБУ, оформленої у вигляді письмового

повідомлення. Фактично такі зміни є логічними та не відкидають необхідності отримання ліцензії. Згода НБУ не є ліцензією, а отримання останньої має ґрунтуватися на рішенні НКЦПФР.

Вивчення переліку документів, що подаються для отримання ліцензії НБУ, дає можливість виокремити один пункт, який стосується договорів та/або інших документів, що є підставою для здійснення резидентом інвестиції за кордон. Згідно з цим пунктом отримувати ліцензію має резидент, яким у пропонованій схемі є фондочий провайдер. Одержання ліцензії емітентом, навіть за умови, що він відмовляється від послуг провайдера, недоцільне, оскільки тоді під ліцензування підпадатимуть операції з продажу акцій емітентом резидентам України. Таким чином, для отримання ліцензії фондочий провайдер має укласти договір на придбання інструментів з іноземним торговцем — учасником біржі діючого котирування.

На нашу думку, валютне законодавство не перешкоджає запровадженню подвійного лістингу, оскільки його норми діють тільки на етапі легалізації інструментів як торгових активів на внутрішньому ринку. Всі операції з такими активами, що здійснюються між резидентами у валюті України згідно з Декретом [4] не належать до валютних операцій. Отже, якщо перший продаж на ринку відбудеться українським резидентам із використанням вітчизняної валюти, то ліцензування не застосовується.

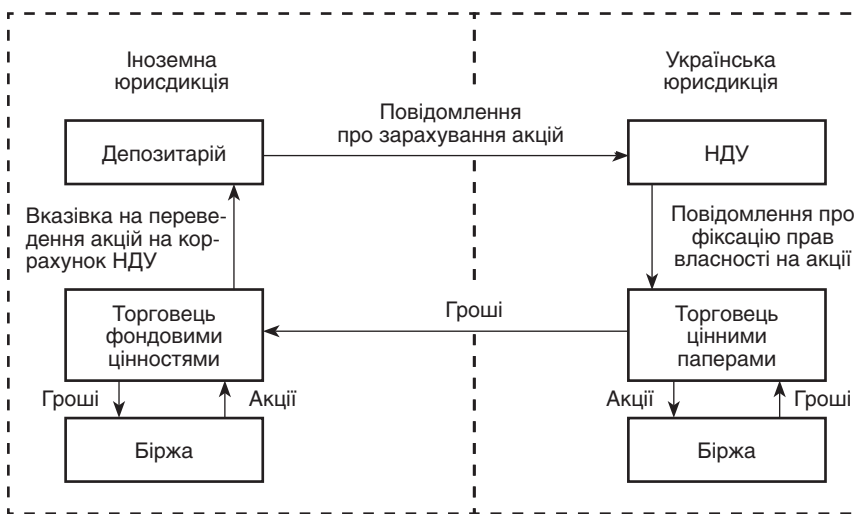
Операції з виведення акцій іноземних компаній на вітчизняний фондочий ринок та звичайна купівля фондочих інструментів за кордоном резидентом мають принципові відмінності, які варто брати до уваги в ліцензійних умовах. Тривалість дії ліцензії має враховувати можливу етапність переміщення прав на інструменти. Встановлення лімітних обсягів повинно передбачати кількість цінних паперів без урахування їхньої вартості, оскільки ринкова вартість, яка й визначатиме розмір платежів за кордон, є динамічним показником. Також слід зважати на роль НКЦПФР у процесі запровадження подвійного лістингу та подальшого обігу інструментів, що обґрунтовує необхідність включення до пакета ліцензійних документів рішення регулятора, в якому варто закріпити як часові, так і кількісні параметри ініційованої ліцензії.

Обсяг цінних паперів варто розглянути детальніше. Цей показник ключовий для всіх учасників процесу, один із основних предметів домовленостей під час укладання угод, що зумовлює увагу до нього фахівців НКЦПФР. Брак акцій негативно позначається на їхній ліквідності й може бути підставою для вилучення цінних паперів із лістингових списків. Тому в інтересах національного ринку, а отже і НКЦПФР, нарощувати обсяг інструментів у подвійному лістингу. Не зацікавлені в такому збільшенні іноземний торговий майданчик, звідки відбуватиметься вплив інструментів, та Національний банк України, оскільки будь-яке додаткове надходження паперів супроводжується впливом валютних цінностей із країни. Надлишок акцій теж має негативні локальні

наслідки. Тому рішення НКЦПФР про допуск повинне ґрунтуватися на внутрішніх експертних оцінках щодо кількості акцій іноземних компаній, які можуть бути підставою для відмови в допуску.

Таким чином, закріплення в рішенні НКЦПФР про допуск іноземних паперів для обігу на фондовому ринку України їх кількості має стати результатом експертизи на рівні регулятора. Саме рішення має набути статусу обов'язкового документа при видачі ліцензії НБУ.

Отримання ліцензії — фактично останній підготовчий етап введення в обіг на вітчизняному фондовому ринку цінних паперів іноземних емітентів з активами в Україні. Комплекс подальших дій наведено на рисунку.



Джерело: побудовано автором.

Рисунок. Схема введення акцій іноземних емітентів на біржовий сегмент фондового ринку України

Головну роль у схемі відіграє торговець цінними паперами — резидент України (фондовий провайдер), який, отримавши ліцензію НБУ, купує акції за кордоном та продає їх на вітчизняній біржі. Зауважимо, що переміщення акцій через кордон не відбувається, вони лишаються на кореспондентському рахунку НДУ, а депозитарій отримує повноваження обліку прав власності на них. В елементі ланцюгу “НДУ — торговець цінними паперами” відсутній зберігач, що передбачає поєднання фондовим провайдером діяльності з торгівлі цінними паперами та зберігача. Також, дбаючи про розвиток українського сегмента ринку власних акцій, емітент може бути зацікавленим у наділенні фондового провайдера повноваженнями маркет-мейкера.

Певний час триває робота над механізмом допуску паперів іноземних емітентів для обігу на території України. Ускладнюють процес підготовки базового

документа спроби створити універсальний нормативний акт. Йдеться про поширення дії положення не тільки на акції, а й на боргові цінні папери, крім того, до цього переліку в проєкті Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України [6] були долучені депозитарні розписки.

Доцільність розширення переліку цінних паперів, на які поширюється дія зазначеного Положення, за рахунок боргових інструментів і депозитарних розписок, є сумнівною. Якщо для виведення іноземних боргових інструментів на фондовий ринок України на сьогодні немає об'єктивних передумов, то на користь розписок свідчить те, що деякі компанії (див. табл. 1) представлені на біржах саме депозитарними розписками (наприклад, “МНР S. A.” крім акцій, допущених до обігу на Лондонській фондовій біржі, має глобальні сертифікати, випущені під частину акцій). Процес адаптації акцій через розписки передбачає трансформацію характеристик перших, наявність додаткового елемента в ланцюгу “емітент акцій — кінцевий власник”: емітента депозитарних розписок — іноземної фінансової юридичної особи. Для українських реалій будь-яке ускладнення, незважаючи на статус посередника, є небажаним. Також для використання розписок необхідно суттєво допрацювати національну нормативну базу.

Отже, запровадження подвійного лістингу іноземних компаній з активами в Україні, що вже мають лістинг на провідних біржах світу, дасть можливість:

- збільшити кількість інвестиційно привабливих цінних паперів на вітчизняних торговельних майданчиках;

- розширити галузеве представництво на ринку акцій, перелік емітентів, акції яких можуть увійти до індексних кошиків, а відповідні ротації позитивно вплинуть на якість фондових індикаторів, підвищать інвестиційну привабливість похідних інструментів, що ґрунтуються на них;

- мінімізувати девальваційні втрати капіталу інвесторів через визначальний вплив ціноутворення інструментів на іноземних біржах;

- надати доступ внутрішнім інвесторам до іноземних цінних паперів через професійних учасників національного фондового ринку, забезпечивши їх активами з особливими диверсифікаційними властивостями, тощо.

Для компаній з активами в Україні подвійний лістинг створить умови для:

- формування інформаційного плацдарму розвитку бізнесу в Україні;

- розширення доступу до ресурсної бази як самої компанії, так і її дочірніх утворень;

- запровадження мотиваційних програм для співробітників;

- забезпечення зростання вартості компанії та підтримання ліквідності її цінних паперів.

Оптимальна система організації подвійного лістингу передбачає придбання цінних паперів на іноземній біржі з депонуванням інструментів на кореспондентському рахунку НДУ і подальшим продажем на українській біржі.

Ключову роль у системі відіграє український торговець цінними паперами (фондовий провайдер), котрий виконує як посередницькі, так і консультативні функції, є головним представником інтересів іноземного емітента. Саме він як покупець фондових інструментів за кордоном зобов'язаний отримувати ліцензію НБУ.

Подальші дослідження передбачають вивчення альтернативних схем подвійного лістингу, обґрунтування його вартості, опрацювання проблем вибору вітчизняного фондового майданчику та його адаптації до котирування цінних паперів іноземних емітентів.

### Список використаних джерел

1. Варшавская фондовая биржа подписала с ПФТС договор о сотрудничестве / Консалтинговое Агентство AAA [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.aaa.com.ua/page0/mnews/3719.html>.
2. Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж : рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 19.12.2006 № 1542 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0035-07>.
3. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні : закон України від 10.12.1997 № 710/97-ВР [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/710/97-ВР>.
4. Про систему валютного регулювання і валютного контролю : декрет Кабінету Міністрів України від 19.02.1993 № 15-93 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/15-93>.
5. Варшавская и Лондонская биржи вернут акции украинских компаний на родину // Финансовая правда. — 2011. — 19 мая [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://finpravda.com.ua/newsblog/pressreview/509-varshavskaja-i-londonskaja-birzhi-vernut-aktsii-ukrainskih-kompanij-na-rodinu-509.html>.
6. Про затвердження Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України : проект рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 06.07.2012 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://nssmc.gov.ua/law/17218>.