

УДК 336.761

© Харченко Н.В.*

**ДВОЙНОЙ ЛИСТИНГ НА ЗАРУБЕЖНЫХ ФОНДОВЫХ БИРЖАХ
И В УКРАИНЕ**

В статье обоснована необходимость двойного листинга ценных бумаг компаний с украинскими активами, ценные бумаги которых размещены на зарубежных торговых площадках. Выявлены проблемы, связанные с допуском ценных бумаг иностранных эмитентов на отечественный фондовый рынок и несовершенством законодательной базы Украины. Проведен анализ изменений в отечественном законодательном регулировании допуска иностранных ценных бумаг к торгам на фондовых биржах в Украине. Предложены мероприятия относительно дальнейшего совершенствования законодательной базы с целью использования инструмента двойного листинга в Украине.

Ключевые слова: акция, эмитент, инвестор, фондовый рынок, фондовая биржа, первичное публичное размещение акций (IPO), ценные бумаги, ликвидность, двойной листинг.

Харченко Н.В. Подвійний лістинг на закордонних фондових біржах і в Україні. У статті обґрунтована необхідність подвійного лістингу цінних паперів компаній з українськими активами, цінні папери яких розміщені на зарубіжних торгових майданчиках. Виявлені проблеми, пов'язані з допуском цінних паперів іноземних емітентів на вітчизняний фондовий ринок і недосконалістю законодавчої бази України. Проведений аналіз змін у вітчизняному законодавчому регулюванні допуску іноземних цінних паперів до торгів на фондових біржах в Україні. Запропоновані заходи відносно подальшого вдосконалення законодавчої бази з метою використання інструменту подвійного лістингу в Україні.

Ключові слова: акція, емітент, інвестор, фондовий ринок, фондова біржа, первинне публічне розміщення акцій (IPO), цінні папери, ліквідність, подвійний лістинг.

N.V. Kharchenko. Double listing at foreign stock exchanges and in Ukraine. The article substantiates the need for double listing of securities of the companies with Ukrainian assets, whose securities are placed at foreign stock exchanges. The problems of admission of the foreign securities into the domestic stock market and the imperfection of the legislative foundation of Ukraine were found out. The analysis of changes in the domestic legislative regulation for admission of foreign securities for tendering at stock exchanges in Ukraine was done. The measures for further improvement of the legislative foundations with the aim of using the instrument of double listing in Ukraine were proposed.

Keywords: share, issuer, investor, stock market, stock exchange, an initial public offering (IPO), securities, liquidity, double listing.

Постановка проблемы. В мировой практике ограничений на вхождение ценных бумаг на рынок независимо от их происхождения почти нет. Необходимость в двойном

* ассистент, ГВУЗ «Приазовский государственный технический университет, г. Мариуполь

листинге давно назрела и в Украине. Компании, заинтересованные в двойном листинге - это, прежде всего, холдинги с активами в Украине, акции которых обращаются на торговых площадках за пределами страны. В первую очередь, речь идет о компаниях из аграрного сектора и производителях продуктов питания, которые зарегистрированы в Европе.

И хотя ожидать стремительного вхождения новых эмитентов на отечественный рынок пока не приходится, допуск ценных бумаг иностранных эмитентов на отечественный фондовый рынок может стать достойным инструментом для повышения ликвидности рынка, к тому же эта инновация максимально приближает украинское законодательство к стандартам европейского корпоративного права. В будущем уже с ростом ликвидности можно ожидать вторичного размещения ценных бумаг этих эмитентов в Украине, а возможно и IPO тех компаний, которые изначально стремились на Лондонскую или Варшавскую фондовые биржи.

Для эмитентов двойной листинг - это возможность привлечь дополнительные активы с рынка, без особых усилий на организацию новых выпусков ценных бумаг. А активизация интереса со стороны украинских инвесторов может положительно повлиять и на объём торгов на зарубежных площадках.

Появление новых ликвидных инструментов должно оживить украинский фондовый рынок. Так как иностранные эмитенты проводят политику по раскрытию информации и выплате дивидендов. Это должно укреплять имидж украинских компаний, у которых появится мотивация и стимул следовать примеру зарубежных коллег, чтобы конкурировать с ними на рынке. Процедура двойного листинга поможет разрешить две проблемы сразу – приведет на биржу качественных эмитентов, а значит и западную культуру публичных компаний, что, соответственно, повысит ликвидность.

Именно этот момент долгое время остается наиболее проблемным, поскольку ключевую роль в валютном регулировании играет Национальный Банк Украины, который пока не ставит развитие фондового рынка Украины своей приоритетной задачей.

Анализ последних исследований и публикаций. Проблемами размещения ценных бумаг эмитентами на отечественных и зарубежных фондовых биржах занимаются много ученых - экономистов. Огромный вклад в исследование проблем, связанных с выходом эмитентов на украинские и иностранные торговые площадки, организацией и проведением первичного публичного размещения акций, включением ценных бумаг в листинг на фондовых биржах внесли Н. Внукова, Е. Волкова, Л. Долинский, В. Загорский, А. Калина, Г. Карпенко, Л. Костырко, Ю. Кравченко, Д. Леонов, И. Лютый, В. Макарова, С. Маслова, О. Мендрул, О. Мозговый, В. Никифорова, Г. Терещенко, В. Ходаковская, Н. Чередниченко, В. Шелудько и ряд др. Научные исследования первичного размещения также вызывают постоянный интерес известных ученых, в частности, Т. Гринь, П. Гулькина, К. Забарного, С. Коверги, В. Корнеева, О. Нагиевича, И. Проника, И. Фищука, В. Шипова, Т. Ясинской и многих других.

Вопросы размещения ценных бумаг нашли отражение в многочисленных публикациях. Но, среди большого количества материалов и научных трудов, посвященных данной проблеме, отсутствуют публикации о двойном листинге, то есть размещении ценных бумаг отечественных эмитентов, которые вышли на зарубежные торговые площадки на фондовых биржах в Украине. Отсутствие материалов по этому вопросу объясняется тем, что двойной листинг является инновацией для украинского фондового рынка и на современном этапе его развития появилась необходимость в двойном листинге в нашей стране.

На сегодняшний день в Украине пока не наблюдалось размещение ценных бумаг крупными публичными компаниями. Поэтому появление такого инструмента, как двойной листинг, позволит выйти на качественно новый уровень взаимоотношений эми-

тентов и инвесторов. В связи с чем, этот вопрос требует дальнейшего исследования. А проблемы, связанные с допуском ценных бумаг иностранных эмитентов на отечественный фондовый рынок нуждается в дальнейшем изучении, с целью нахождения оптимальных способов их решения, что свидетельствует об актуальности данной темы.

Цель статьи – изучение необходимости двойного листинга на зарубежных фондовых биржах и в Украине, проблем, связанных с допуском ценных бумаг иностранных эмитентов на отечественный фондовый рынок, с совершенствованием законодательного регулирования, влияния двойного листинга на ликвидность фондового рынка в Украине.

Изложение основного материала. За последние годы наиболее привлекательные украинские эмитенты с целью привлечения финансовых ресурсов выходили на иностранные фондовые биржи. Повышение спроса инвесторов на активы украинских компаний, а также ограниченность доступа к источникам финансирования в Украине, привели к тому, что многие украинские компании заинтересовали зарубежные рынки капиталов. При этом компании размещали ценные бумаги путем создания холдинга за границей, а все украинские активы переводили на новосозданные предприятия. В итоге, ценные бумаги размещали холдинговые компании и начиная с 2005 года, крупные украинские холдинги один за другим выходили на фондовые биржи [1].

С юридической точки зрения, украинские предприятия становились иностранными. По данным Ассоциации “Украинские фондовые торговцы” (АУФТ), в 2005-2011 годах за рубежом было осуществлено 70 размещений акций иностранных эмитентов, которые ведут бизнес в Украине. За это время компании привлекли почти 4 млрд. долл. (из них 226,7 млн. долл. в 2011 году) [2].

За тот же период на украинских фондовых биржах эмитенты привлекли всего 2,14 млрд. грн. (эквивалент 385 млн. долл.), что составило менее 9% от общего объема полученных средств. При этом, ликвидность ценных бумаг украинских эмитентов на отечественных биржах намного ниже, чем за рубежом. Ограниченность доступа ценных бумаг иностранных эмитентов к украинскому рынку никак не улучшает конкурентоспособность и открытость украинского рынка капиталов для инвестирования.

Например, среднесуточный объем торгов акциями только одного эмитента Ferrhexro на Лондонской фондовой бирже сопоставим со среднесуточным оборотом акций на всех фондовых биржах Украины. Украинские эмитенты размещают свои ценные бумаги на иностранных фондовых площадках в основном по одной причине: денежные средства, которые они привлекли за границей, внутри страны получить было бы невозможно [3].

Украинские компании и иностранные компании с активами в Украине, чьи акции обращаются на зарубежных фондовых площадках по состоянию на май 2012 года представлены в таблице.

По данным таблицы 1 украинские компании и иностранные компании с активами в Украине, размещали свои ценные бумаги в равном количестве на Варшавской фондовой бирже и Лондонской фондовой бирже, а 5 компаний вышли с размещением на Франкфуртскую фондовую биржу.

Решить проблему, связанную с отсутствием интересных для инвесторов ценных бумаг, мог бы допуск на украинские торговые площадки акций иностранных эмитентов - так как они изначально имеют сравнительно большую ликвидность, поскольку обращаются на зарубежных фондовых биржах [4].

В то же время украинские частные инвесторы фактически были лишены возможности покупать акции эмитентов, так как они зарегистрированы в другой юрисдикции. Для приобретения иностранных ценных бумаг физическое лицо должно было получить индивидуальную лицензию в Национальном банке Украины (НБУ). Процедура получения такой лицензии сложна и участники украинского фондового рынка не желают проходить ее.

Таблица

Украинские компании и иностранные компании с активами в Украине, чьи акции обращаются на зарубежных фондовых площадках по состоянию на май 2012 года

Компания	Отрасль	Биржа
Агролига	Агрорынок	WSE (New Connect)
Astarta Holding	Агрорынок	WSE
KSG Agro	Агрорынок	WSE
Ovostar Union	Агрорынок	WSE
Sadovaya Group	Угольная отрасль	WSE
WESTA ISIC (Люксембург)	Электротехника	WSE
Агротон	Агрорынок	WSE
Индустриальная молочная компания	Агрорынок	WSE
Кернел	Агрорынок	WSE
Милкиленд	Агрорынок	WSE
Coal Energy (Люксембург)	Угольная отрасль	WSE
AgroGeneration (Франция)	Агрорынок	NYSE Euronext
Aisi Realty (Кипр)	Девелопмент	LSE (AIM)
Continental Farmers Group (о. Мэн)	Агрорынок	LSE (AIM)
Dragon-Ukrainian Properties&Development	Девелопмент	LSE (AIM)
Ferrexpo	Разработка природных ресурсов	LSE (AIM)
KDD Group	Девелопмент	LSE (AIM)
XXI Век	Строительство	LSE (AIM)
Укрпродукт	Пищевая промышленность	LSE (AIM)
Cadogan Petroleum (Великобритания)	Нефть и газ	LSE
Ukraine Opportunity Trust	Инвестиционный фонд	LSE
Авангард Агрохолдинг	Агрорынок	LSE
Мироновский Хлебопродукт	Агрорынок	LSE
ТММ	Девелопмент	Deutsche Börse
Агротон	Агрорынок	Deutsche Börse
Sintal Agriculture	Агрорынок	Deutsche Börse
Мрия Агрохолдинг	Агрорынок	Deutsche Börse
Advantest Public Limited (Кипр)	Медиа	Deutsche Börse

Следует отметить, что украинские участники долгое время покупать акции отечественных эмитентов на иностранных фондовых биржах не могли. Так как украинские компании выходили на иностранные фондовые площадки через SPV (special purpose vehicle - компанию специального назначения, созданную в иностранной юрисдикции). Эти SPV, в большинстве случаев, регистрировали в Люксембурге.

С юридической точки зрения, SPV являлись иностранными эмитентами. Украинским участникам для приобретения ценных бумаг иностранного эмитента необходимо было получить индивидуальную валютную лицензию от НБУ. При подаче документов для получения такой лицензии необходимо было указать точное количество ценных бумаг эмитента и их цену [5].

Поскольку цена акций на фондовых биржах постоянно меняется, а на получение валютной лицензии необходимо 30 дней, купить ценные бумаги на относительно небольшую сумму - не более 500 тыс. грн. было затруднительно. В то же время украинские компании не могли выйти на иностранные фондовые биржи напрямую как резиденты Украины из-за главного ограничения - запрета номинировать украинские акции в валюте.

Чтобы частично решить эту проблему, Национальная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку (НКЦБФР) решила запустить проект под названием "Мини - IPO". Благодаря этому проекту, небольшие отечественные компании могут размещать свои ценные бумаги на украинских фондовых биржах.

Ранее попытки развития в Украине операций с ценными бумагами нерезидентов опирались на Декрет Кабинета Министров от 19.02.1993 года "О системе валютного регулирования и валютного контроля" [6]. У Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку нет полномочий для самостоятельного внесения изменений в данный документ. Тем более что против нововведений выступал Национальный банк Украины (НБУ). НБУ задержал проект внедрения двойного листинга, который профессиональные участники активно начали обсуждать еще осенью 2011 года.

Компании, акции которых обращаются на отечественном фондовом рынке, можно разделить на две категории: эмитенты, попавшие на рынок в ходе приватизации, и новосозданные компании. В первую категорию входят эмитенты, которым нужны очень большие деньги на развитие, а привлечь такие деньги в Украине затруднительно. Ко второй категории относятся новосозданные средние и мелкие компании.

Основной задачей является возврат на отечественный рынок качественных украинских эмитентов, успевших разместить свои ценные бумаги на западных фондовых биржах. Эксперты полагают, что это возможно, если ценные бумаги украинских компаний, обращающиеся на Лондонской или Варшавской бирже, смогут пройти параллельный листинг на украинских фондовых площадках. Но все новые компании, которым нужны были средства, уже разместили свои ценные бумаги в Варшаве, Лондоне, Франкфурте. Таким образом, все интересные для инвестирования компании, давно вывели свои акции за пределы Украины.

Следует отметить, что украинские компании не напрямую выводили свои акции на западный фондовый рынок. Для этого за границей организовывалась специальная компания, выпускающая ценные бумаги украинского эмитента за рубежом, которые и обращаются на фондовой бирже. Сами эмитенты не возражают против двойного листинга своих ценных бумаг.

Также возникла необходимость рассматривать возможность листинга депозитарных расписок на отечественном рынке и развития украинских эмитентов, которые были бы интересны для иностранных инвесторов, создания такой законодательной среды, которая позволила бы без препятствий торговать ценными бумагами в Украине.

Отечественное законодательство таково, что ценные бумаги отечественных эмитентов никто не желает покупать, так как инвесторы их рассматривают как очень рискованные. С одной стороны, возвращаться в Украину за низкокачественными ценными бумагами иностранные инвесторы вряд ли пожелают. С другой стороны - те граждане Украины, которые заинтересованы в инвестициях, идут торговать на зарубежные фондовые площадки по "серым" и "черным" схемам.

По нашему мнению, в Украине под имеющиеся рыночные инструменты инвестиции не появятся. Двойной листинг нужен тем, кто находится в Украине и выполняет украинские законы. Внедрение двойного листинга предусмотрено также Указом Президента №187/2012 от 12.03.2012 года "О национальном плане действий на 2012 год относительно внедрения Программы экономических реформ на 2010 - 2014 годы "Бога-

тое общество, конкурентоспособная экономика, эффективное государство” [7].

Пункт 25 этого документа предусматривает увеличение объемов торгов организованного рынка ценных бумаг, в том числе, за счет допуска ценных бумаг иностранных эмитентов с активами в Украине на отечественные биржи. Согласно документу, НКЦБФР поручено было реализовать эту норму на протяжении года, а НБУ - в мае 2013 года инициировать внесение соответствующих изменений в валютное законодательство.

Национальная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку одобрила “Концепцию доступа на украинский фондовый рынок финансовых инструментов иностранных эмитентов, активы которых находятся в Украине” [8]. Данный документ был разработан АУФТ для того, чтобы сделать возможной в Украине торговлю ценными бумагами, которые котируются на иностранных фондовых площадках, но выпущены компаниями, основной бизнес которых находится в Украине.

Для внедрения двойного листинга, предлагается объединить контроль за движением валютных ценностей в депозитарной и платежной системах. Согласно этому документу должны использоваться инвестиционные депо- и денежные счета, которые могут быть открыты и функционировать только в паре. Администрирование этих счетов должно быть возложено на банки. Согласно Концепции, Национальный депозитарий должен будет открыть корреспондентские счета в таких депозитариях, как Euroclear (обслуживает Лондонскую фондовую биржу) и KDPW (обслуживает Варшавскую фондовую биржу). Также Концепция предполагает, что эмитенты должны будут раскрывать информацию о себе на территории Украины в таком же режиме, в каком они это делают на иностранных биржах.

Концепция предполагает установление жесткого контроля за функционированием рынка ценных бумаг иностранных эмитентов в Украине со стороны НКЦБФР и НБУ. Но реализация Концепции не предусматривает свободного перемещения капиталов, так как в ее основу положен ограниченный и строго контролируемый объем допуска и качества эмитентов, допуск и обращение ценных бумаг иностранных эмитентов.

Национальная Комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку утвердила окончательную редакцию положения, прописывающего механизм допуска иностранных ценных бумаг к торгам в Украине. В НКЦБФР отказались от идеи согласования данной процедуры с НБУ, расширив список бумаг, допускаемых к торгам, за счет депозитарных расписок.

НКЦБФР утвердила окончательную версию положения “О допуске ценных бумаг иностранных эмитентов к обороту на территории Украины”. В перечне финансовых инструментов, на которые распространяется действие положения, наряду с акциями и долговыми ценными бумагами появились депозитарные расписки. Ранее в документе их допуск напрямую запрещался, в то время как НКЦБФР намерена отдельными своими решениями разрешить их оборот на территории Украины.

Из положения исключены упоминания об НБУ в части согласования с ним допуска ценных бумаг иностранных юрисдикций к обращению в Украине. Ранее НКЦБФР утвердила изменение, согласно которому эмитенты, желающие разместить свои акции в Украине, должны были получать не только разрешение Комиссии, но и письменное согласие НБУ с указанием предельного количества и номинальной стоимости ценных бумаг. Без этого согласия регулятор был бы вынужден отказать эмитенту [9].

Расширение списка иностранных финансовых инструментов, которые смогут обращаться на фондовых биржах, было инициировано торговцами. Внесением депозитарных расписок в список инструментов иностранных эмитентов, которые могут быть допущены к обращению на территории Украины, НКЦБФР стремилась расширить инструментарий и, таким образом, возможности участников рынка. Дополнительных требо-

ваний относительно валюты той или иной ценной бумаги, на которую выпущена депозитарная расписка, не предусматривается. Все операции с ценными бумагами в Украине предполагается осуществлять в гривне вне зависимости от валюты ценной бумаги и депозитарной расписки к ней. Это предусмотрено “Декретом о системе валютного регулирования и валютного контроля” [6].

Необходимость включения депозитарных расписок в список иностранных ценных бумаг, торговать которыми можно будет в Украине, вызвана тем, что компания “Мироновский хлебопродукт” (один из претендентов на двойной листинг), помимо обычных акций, которые торгуются на Лондонской фондовой бирже, имеет глобальные депозитарные расписки под часть своих ценных бумаг. Еще летом 2011 года торговцы вместе с регулятором планировали начать пилотный проект по выводу на украинскую биржу акций “Мироновский хлебопродукт”, которые со времени IPO в мае 2008 года, находятся в листинге на Лондонской фондовой бирже. Однако этот проект до сих пор не реализован. Неготовность НБУ либерализовать валютное законодательство в части покупки иностранных ценных бумаг резидентами блокировала процесс. К тому же необходимы корректировки в валютном регулировании и функционировании инвестиционных счетов. Это технические моменты, но в НБУ опасаются, чтобы не возникли схемы вывода валюты, хотя сложно ответить есть ли возможность для использования таких схем или нет. Агрохолдинг “Мироновский хлебопродукт” (МХП) рассчитывает начать двойной листинг своих акций с участием Лондонской и Украинской бирж в начале 2014 года. Листинг акций в Украине позволит сотрудникам МХП, которых насчитывается около 30 тыс., инвестировать в собственную компанию [10].

В компании “Укрпродукт” с листингом в Лондоне планируют запустить на украинском фондовом рынке на торги часть своих акций. Но, помимо валютного контроля над сделками, который должен быть упрощен, помешать выходу первого иностранного эмитента на отечественный рынок может отсутствие договоренностей между депозитарием и расчетной организацией.

“Укрпродукт” находится в процессе оформления двойного листинга в Украине. Однако, сложно утверждать, когда это произойдет, поскольку это связано с необходимыми разъяснениями НБУ относительно режима валютного контроля над расчетами по сделкам с акциями компаний-нерезидентов в Украине.

Крупный производитель молочных продуктов “Укрпродукт” еще в 2005 году разместил 27,2% своих акций на альтернативной площадке Лондонской фондовой биржи (AIM), получив 6 млн. фунтов стерлингов. Зарубежные компании с активами в Украине за счет инструмента двойного листинга имеют хорошие шансы увеличить базу инвесторов, а также повысить ликвидность своих акций. Локальные инвесторы получают шанс инвестировать в акции компаний, у которых достаточно большой free float, а также высокие корпоративные стандарты управления и уровень защиты прав миноритарных инвесторов, подтвержденные первоначальными размещениями на международных фондовых биржах.

Сейчас на альтернативной площадке в Лондоне обращается 25% акций “Укрпродукта”. Еще 7,34% акций находятся на балансе компании после того, как она провела их обратный выкуп. Торговцы не исключают, что именно этот пакет акций может попасть на локальный рынок, так как нет необходимости ни в уменьшении доли основного владельца, ни в выкупе ценных бумаг на открытом рынке. Стоимость одной акции на AIM в ноябре 2013 года составляла 12,38 фунта стерлингов (-6,6%) при объеме сделок в 205 тыс. долл.

Помешать размещению в Украине акций компании “Укрпродукт” может техническая проблема. Завести ценные бумаги в страну может только Национальный депозитарий Украины (НДУ), имеющий корреспондентские отношения с депозитариями других

стран. Используемые НДУ технологии не позволяют проводить на “Украинской бирже” сделки с акциями иностранных компаний по принципу “поставка против платежа” (одномоментные расчеты). Сейчас торги на бирже проводятся с украинскими ценными бумагами через Расчетный центр по обслуживанию договоров на финансовых рынках (РЦ), который создан на базе Всеукраинского депозитария ценных бумаг. Однако, у НДУ нет возможности проводить денежные расчеты. А все преддепонированные деньги клиентов “Украинской биржи” находятся в РЦ, который не может их использовать для расчета сделок с ценными бумагами, хранящимися в другом депозитарии. После вступления в силу 13 октября 2013 года ряда норм профильного закона, РЦ теряет лицензию депозитария и будет заниматься только денежными расчетами, тогда как НДУ станет Центральным депозитарием и начнет работать со всеми десятью биржами [11].

Согласно законодательству и условиям договора между НДУ и РЦ с учетом реформирования депозитарной системы “учет иностранных ценных бумаг в РЦ не представляется возможным”, поэтому все ценные бумаги в настоящее время передаются из Расчетного центра в НДУ. Хотя НДУ и сейчас может проводить сделки по принципу “поставка против платежа”. НДУ успешно проводит расчеты по сделкам на бирже по схеме “поставка против платежа” с 2008 года, когда была получена лицензия на осуществление расчетно-клиринговой деятельности.

Регулятор не видит причин опасаться, что внедрение двойного листинга вновь затянется. С точки зрения регламента, процедур и регулирующих документов двойной листинг уже сейчас может быть реализован. Поэтому ожидается подача документов эмитентами на получение разрешения регулятора в ближайшее время. НКЦБФР в середине января 2013 года получила право предоставлять такие разрешения, но пока не выдала ни одного разрешения на допуск иностранных ценных бумаг на отечественный рынок.

Также может получить двойной листинг акций еще одна компания. “Милкиленд”, молочная группа с активами в Украине, Российской Федерации и Польше, которая заинтересована в открытии листинга на Украинской бирже. В настоящее время акции компании торгуются на Варшавской фондовой бирже. По мере развития фондового рынка в Украине для компании было бы привлекательно получить двойной листинг на Украинской бирже, поскольку законодательно такая возможность создана и компания собирается работать в этом направлении [12].

Национальная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку (НКЦБФР) доработала проект “Положения о допуске ценных бумаг иностранных эмитентов к обращению на территории Украины”. Соответствующее решение было принято 8 мая 2012 года на очередном заседании регулятора. Данный документ был доработан с учетом “Концепции доступа на украинский фондовый рынок финансовых инструментов иностранных эмитентов, активы которых находятся в Украине”, ранее принятой регулятором. Прежде всего, документ охватывает вопросы, связанные с доступом на украинский фондовый рынок финансовых инструментов таких иностранных эмитентов, преобладающий удельный вес активов которых находится в Украине, и она является основной страной, где эти компании ведут свой бизнес.

Среди основных изменений - объединение усилий НКЦБФР и Национального банка Украины для совместного контроля объемов допуска и других вопросов. Документ предусматривает активизацию публичного рынка акций и всего фондового рынка, ставит целью активизацию привлечения на рынок локальных инвесторов и решение проблемы дефицита в Украине ценных бумаг с высокими инвестиционными характеристиками, привлечения значительно большего круга иностранных инвесторов на отечественный фондовый рынок, адекватное ценообразование на ценные бумаги и возможность диверсификации активов, что является актуальным как для национальных,

так и для международных институциональных инвесторов.

НКЦБФР решением от 22.11.2012 года № 1692 утвердила “Положение о допуске ценных бумаг иностранных эмитентов к обращению на территории Украины” [13]. Действие Положения распространяется на акции, долговые ценные бумаги иностранных эмитентов и депозитарные расписки при условии отдельного решения НКЦБФР.

Ценные бумаги иностранного эмитента могут быть допущены к обращению на территории Украины при одновременном соблюдении установленных Положением условий. В частности, одним из обязательных условий является наличие активов иностранного эмитента на территории Украины.

Решение о допуске принимается Комиссией по заявлению иностранного эмитента ценных бумаг в течение 30 дней с даты получения документов, установленных Положением. В решении о допуске и сообщении о принятии решения о допуске должно быть указано, в частности:

- полное наименование и местонахождение иностранного эмитента;

- международный идентификационный номер (код ISIN), код классификации финансовых инструментов (код CFI) ценных бумаг, в отношении которых принимается решение о допуске;

- предельный объем ценных бумаг иностранного эмитента, допущенных для обращения на территории Украины;

- полное наименование и местонахождение иностранного депозитарного учреждения, в котором на дату предоставления в комиссию заявления о допуске ценных бумаг иностранного эмитента к обращению на территории Украины учитываются ценные бумаги соответствующего выпуска;

- полное наименование и местонахождение украинской фондовой биржи (бирж), с которой (которыми) иностранным эмитентом заключен договор.

Деятельность НКЦБФР направлена на внедрение новых и прогрессивных аспектов регулирования фондового рынка в Украине. 26 марта 2013 года вступило в силу решение НКЦБФР от 27.12.2012 г. № 1903 “Об урегулировании вопроса обслуживания операций с ценными бумагами иностранных эмитентов в Национальной депозитарной системе Украины” [14].

Решением № 1903 внесены изменения в положения о депозитарной деятельности, о расчетно-клиринговой деятельности, о порядке составления административных данных депозитарными учреждениями, о порядке заполнения хранителями ценных бумаг электронных форм административных данных. В частности, документом утверждены и внесены изменения в “Положение о депозитарной деятельности” и в “Положение о расчетно-клиринговой деятельности по договорам относительно ценных бумаг”.

Также, решением № 1903 устанавливаются требования к обслуживанию операций на счетах в ценных бумагах. Вводимые для обслуживания в Национальную депозитарную систему ценные бумаги иностранного эмитента зачисляются на счета в ценных бумагах депонентов, клиентов депозитарных учреждений согласно соответствующим распоряжениям депонентов, клиентов или управляющих их счетами после зачисления этих ценных бумаг на счет в ценных бумагах Национального депозитария, открытый в иностранном депозитарном учреждении, с которым Национальным депозитарием установлены корреспондентские отношения.

При этом ценные бумаги иностранного эмитента, вводимые для обслуживания в Национальную депозитарную систему, зачисляются на счета в ценных бумагах хранителей - клиентов Национального депозитария Украины и депонентов этих клиентов (владельцев ценных бумаг) как недопущенные к обращению на территории Украины.

Кроме того, Национальный депозитарий в течение одного рабочего дня после получения решения Комиссии о допуске ценных бумаг иностранного эмитента к обращению

нию на территории Украины и решения о предельном объеме ценных бумаг иностранного эмитента разблокирует ценные бумаги иностранного эмитента на счетах в ценных бумагах соответствующих хранителей (в случае наличия таких ценных бумаг на счетах хранителей) и предоставит им распоряжения на разблокирование этих ценных бумаг на счетах их депонентов по реквизитам и в количестве, указанным в решении Комиссии.

Необходимость принятия изменений связана с тем, что в силу отсутствия законодательного регулирования доступ иностранных эмитентов к украинскому рынку ценных бумаг был ограничен. Отсутствовал порядок, согласно которому субъекты Национальной депозитарной системы Украины могли взаимодействовать с иностранными субъектами относительно обращения ценных бумаг зарубежных эмитентов в Украине. Таким образом, регулятор намерен привести механизм обслуживания и хранения ценных бумаг иностранных эмитентов в соответствии с требованиями современного фондового рынка.

Само же решение № 1903 определяет перечень требований к хранению и обслуживанию таких ценных бумаг, требований к обслуживанию операций эмитента по размещению ценных бумаг в бездокументарной форме выпуска и норм составления учетного реестра Национальным депозитарием Украины.

Национальная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку одобрила проект решения “Об утверждении Перечня иностранных фондовых бирж, на которых должны быть допущены к обращению ценные бумаги иностранных эмитентов, намеренные получить допуск к обращению ценных бумаг на территории Украины“ [15], который был утвержден на заседании регулятора, которое прошло 9 апреля 2013.

В проекте указаны 69 иностранных фондовых бирж. Эмитенты, ценные бумаги которых котируются на данных площадках, могут получить разрешение на обращение своих ценных бумаг на украинском фондовом рынке. В частности, в списке есть Moscow Stock Exchange, NYSE Euronext - New York, Hong Kong Exchanges and Clearing, Warsaw Stock Exchange, London Stock Exchange и другие. Ключевым критерием выбора именно этих фондовых площадок было участие в Международной федерации фондовых бирж, авторитетной мировой организации, объединяющей таких участников рынка ценных бумаг.

НКЦБФР инициирует внесение изменений и в другие нормативные документы в этой сфере с целью урегулирования вопросов обращения ценных бумаг иностранных эмитентов национальными депозитариями и стимулирования обращения этих ценных бумаг в Украине. Это благоприятные события не только для развития фондового рынка в Украине, но они открывают новые возможности для оценки эмитентами ценных бумаг в соответствии с нормами действующего законодательства с целью выхода на международные фондовые рынки.

Недооценить стратегическое значение принятия Комиссией Решения № 1903 также как и Решения № 1692 очень сложно. Несомненно, это важный и необходимый шаг регулятора на пути реализации поставленной задачи. Но на наш взгляд, слишком оптимистичным и даже не соответствующим реальному положению вещей. Ожидание какого-либо мгновенного эффекта от нового регулирования не представляется возможным.

Процедура допуска ценных бумаг иностранных эмитентов к обращению на украинском фондовом рынке не так проста и однозначна. Так, ценные бумаги иностранного эмитента, вводимые для обслуживания в Национальную депозитарную систему, зачисляются на счета в ценных бумагах хранителей - клиентов Национального депозитария и депонентов этих клиентов (владельцев ценных бумаг) как не допущенные к обращению на территории Украины. И только после получения решения регулятора о допуске ценных бумаг иностранного эмитента к обращению на территории Украины и решения о предельном объеме ценных бумаг, допущенных к обращению на территории Украины,

такие ценные бумаги подлежат разблокированию.

В случае выплаты дохода / погашения по ценным бумагам, размещенным за пределами Украины, или ценным бумагам украинских эмитентов, учет которых осуществляется за пределами Украины, Национальный депозитарий осуществляет перевод средств, в соответствии с требованиями законодательства Украины по вопросам валютного регулирования и валютного контроля и безналичных расчетов.

На сегодняшний день существуют законодательные барьеры, которые обязывают украинских эмитентов прежде, чем инициировать выход на зарубежные фондовые биржи, получить разрешение регулятора. Такое разрешение можно получить только лишь при условии размещения не менее 25% акций на национальных фондовых площадках. Учитывая, что это ограничение создает как временные, так и денежные затраты, все компании создавали зарубежную холдинговую компанию, которая становилась собственником активов в Украине. Акции данной зарубежной холдинговой компании эмитировались с целью размещения на фондовых биржах.

Несмотря на попытки регулятора привести нормативно-правовую базу в соответствие с мировой практикой, нерешенными остаются проблемы, связанные с давно устаревшими требованиями Декрета Кабинета Министров "О системе валютного регулирования и валютного контроля", который определяет режим осуществления валютных операций на территории Украины. Также необходимо внести соответствующие изменения в законодательство, регулирующее монетарный оборот в Украине.

По нашему мнению, все еще остается целый ряд вопросов, без которых механизм обращения ценных бумаг иностранных эмитентов в Украине не сможет быть запущен и функционировать в нормальном режиме. Это, прежде всего, вопросы валютного регулирования и контроля. Применение регулирования будет возможным только после того, как регулятор в сфере валютного контроля:

- предложит рынку правила участия для оплаты ценных бумаг иностранных эмитентов в национальной валюте в рамках торговли между резидентами и нерезидентами;
- урегулирует вопросы инвестирования в иностранные ценные бумаги;
- получит доход по таким инструментам в иностранной валюте и т. п.

Отдельно должны быть урегулированы вопросы допуска иностранных ценных бумаг к торгам на украинских биржах, доступа к информации об инструменте и эмитенте, вопросы налогообложения. Впервые у украинских фондовых бирж появилась возможность покупать и продавать ценные бумаги иностранных эмитентов. Хотя представители НКЦБФР считают, что уже готов весь инструментарий для того, чтобы на фондовом рынке Украины появились первые ценные бумаги иностранных эмитентов, однако, необходимо, в первую очередь, чтобы установленные Комиссией правила участия для иностранных эмитентов, не только устраивали самих эмитентов, но и были им выгодны.

Выводы

Допуск ценных бумаг иностранных эмитентов на отечественный фондовый рынок может стать достойным инструментом для повышения ликвидности рынка, к тому же эта инновация максимально приближает украинское законодательство к стандартам европейского корпоративного права. Для эмитентов двойной листинг - это возможность привлечь дополнительные активы с рынка, без особых усилий на организацию новых выпусков ценных бумаг. Но чтобы создать приемлемые и удобные для инвесторов условия торговли иностранными бумагами, необходимо внести целый ряд правок в законодательство.

На сегодняшний день в Украине пока не наблюдалось размещение ценных бумаг крупными публичными компаниями, поэтому появление такого инструмента, как

двойной листинг, позволит выйти на качественно новый уровень взаимоотношений эмитентов и инвесторов. Решить проблему, связанную с отсутствием интересных для инвесторов ценных бумаг, мог бы допуск на украинские площадки акций иностранных эмитентов - так как они изначально имеют сравнительно большую ликвидность, поскольку обращаются на зарубежных фондовых площадках.

Основной задачей является возврат на отечественный рынок качественных украинских эмитентов, успевших разместить свои ценные бумаги на западных фондовых биржах. НКЦБФР инициирует внесение изменений в нормативные документы с целью урегулирования вопросов обращения ценных бумаг иностранных эмитентов национальными депозитариями и стимулирования обращения этих ценных бумаг в Украине. Это благоприятные события не только для развития фондового рынка в Украине, но они открывают новые возможности для оценки эмитентами ценных бумаг в соответствии с нормами действующего законодательства с целью выхода на международные фондовые рынки.

На сегодняшний день существуют законодательные барьеры, которые обязывают украинских эмитентов прежде, чем инициировать выход на зарубежные фондовые биржи, получить разрешение регулятора. Остаются нерешенными проблемы, связанные с давно устаревшими требованиями Декрета Кабинета Министров "О системе валютного регулирования и валютного контроля", который определяет режим осуществления валютных операций на территории Украины. Также необходимо внести соответствующие изменения в законодательство, регулирующее монетарный оборот в Украине. Отдельно должны быть урегулированы вопросы допуска иностранных ценных бумаг к торгам на украинских биржах, доступа к информации об инструменте и эмитенте, вопросы налогообложения.

Список использованных источников:

1. Нужен ли в Украине двойной листинг ценных бумаг? [Электронный ресурс] - Режим доступа: <http://magistr.co.ua/2013/02/nuzhen-ly-v-ukrayne-dvojnoj-lystynh-tsennyih-bumag-za-y-protyv>.
2. НКЦБФР рассчитывает на запуск двойного листинга уже осенью [Электронный ресурс] - Режим доступа: http://www.ukrrudprom.ua/digest/NKTSBFR_rasschitavaet_na_zapusk_dvoynogo_listing_a_uge_osenyu.html.
3. Последняя надежда: что принесет двойной листинг на украинский фондовый рынок [Электронный ресурс] - Режим доступа: http://www.prostobank.ua/finansovyy_gid/investitsii/stati/poslednyaya_nadezhda_chno_pri_ineset_dvoynoy_listing_na_ukrainskiy_fondovyy_rynok.
4. Варшавская и Лондонская биржи вернут акции украинских компаний на родину [Электронный ресурс] - Режим доступа: <http://finpravda.com.ua/newsblog/pressreview/509-varshavskaja-i-londonskaja-birzhi-vernut-aktsii-ukrainskih-kompanij-na-rodinu-509.html>.
5. В НКЦБФР пытаются переложить на НБУ всю ответственность за затягивание запуска двойного листинга [Электронный ресурс] - Режим доступа: <http://bin.ua/news/finance/stockmarket/129711-v-nkcbfr-pytayutsya-perelozhit-na-nbu-vsya.html>.
6. Декрет Кабинету Міністрів України "Про систему валютного регулювання і валютного контролю" від 19 лютого 1993 року № 15-93 [Електронний ресурс] - Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/KMD93015.html.
7. Указ Президента України "Про Національний план дій на 2012 рік щодо впровадження Програми економічних реформ на 2010 - 2014 роки "Заможне суспільство,

- конкурентоспроможна економіка, ефективна держава“ від 12 березня 2012 року № 187/2012 [Електроний ресурс] - Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/U187_12.html.
8. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку “Про схвалення проекту Концепції доступу на український фондовий ринок фінансових інструментів іноземних емітентів, активи яких розташовані в Україні“ від 10 квітня 2012 року № 526 [Електроний ресурс] - Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/KL120297.html.
 9. Доработан проект положения о допуске иностранных ценных бумаг к обращению в Украине [Электронный ресурс] - Режим доступа: <http://maanimo.com/news/events/66557-nkcbfr-dvoynoy-listing-vse-taki-budet>.
 10. МХП планирует открыть двойной листинг на УБ в начале 2014 г. [Электронный ресурс] - Режим доступа: http://www.poultryukraine.com/ru/about-association/association-news/2013/10/association-news_1468.html.
 11. Максимчук Н. Двойной листинг поспеет к осени [Электронный ресурс] - Режим доступа: <http://www.kommersant.ua/doc/2201018>.
 12. Милкиленд может получить двойной листинг акций [Электронный ресурс] - Режим доступа: <http://latifundist.com/novosti/43805-milkilend-mozhet-poluchit-dvoynoj-listing-aktsij>.
 13. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку “Про затвердження положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України від 22 листопада 2012 року № 1692 [Електроний ресурс] - Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/RE22490.html.
 14. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку “Про врегулювання питання обслуговування операцій з цінними паперами іноземних емітентів у Національній депозитарній системі України“ від 17 грудня 2012 року № 1903 [Електроний ресурс] - Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/RE22887.html.
 15. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку “Про затвердження Переліку іноземних фондових бірж, на яких мають бути допущені до обігу цінні папери іноземних емітентів, що мають намір отримати допуск до обігу цінних паперів на території України“ від 10 вересня 2013 року № 1754 [Електроний ресурс] - Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/RE24204.html.

Bibliography:

1. Is the dual listing of securities needed in Ukraine? [Electronic resource]. - Access mode: <http://magistr.co.ua/2013/02/nuzhen-ly-v-ukrayne-dvoynoj-lystynh-tsennyih-bumah-za-y-protyv>.
2. NCSFM plans the start of the dual listing already in the autumn [Electronic resource]. - Access mode: http://www.ukrrudprom.ua/digest/NKTSBFR_rasschitivaet_na_zapusk_dvoynogo_listing_a_uge_osenyu.html.
3. Last hope: that will bring the dual listing to the Ukrainian fund market? [Electronic resource]. - Access mode: http://www.prostobank.ua/finansovyy_gid/investitsii/stati/poslednyaya_nadezhda_cho_to_prineset_dvoynoy_listing_na_ukrainskiy_fondovyy_rynok.
4. Warsaw and London stock exchanges will return the shares of the Ukrainian companies on a motherland [Electronic resource]. - Access mode: <http://finpravda.com.ua/newsblog/pressreview/509-varshavskaja-i-londonskaja-birzhi-vernut-aktsii-ukrainskih-kompanij-na-rodinu-509.html>.

5. In NCSFM try to entrust on NBU all responsibility for inhibition of start of the dual listing [Electronic resource]. - Access mode: <http://bin.ua/news/finance/stockmarket/129711-v-nkcbfr-pytayutsya-perelozhit-na-nbu-vsuyu.html>.
6. Decree of the Ukraine's Ministers Cabinet "About the system of the currency adjustment and currency control" from February, 19, 1993 № 15-93 [Electronic resource]. - Access mode: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/ofKMD93015.html.
7. Decree of the Ukraine's President "About the National plan of activity in 2012 in relation to introduction of the economic reforms Program in 2010 - 2014 "The rich community, competitive economy, effective state" from March, 12, 2012 № 187/2012 [Electronic resource]. - Access mode: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/ofU187_12.html.
8. Decision of the National commission from securities and fund market "About approval the Conception project access to the Ukrainian fund market of foreign issuers financial instruments, the assets of that are located in Ukraine" from April, 10, 2012 № 526 [Electronic resource]. - Access mode: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/ofKL120297.html.
9. The project of condition about admitting of foreign securities for the overturn in Ukraine is finished [Electronic resource]. - Access mode: <http://maanimo.com/news/events/66557-nkcbfr-dvoynoy-listing-vse-taki-budet>.
10. MHP plans to open the dual listing on Ukrainian stock exchange beginning of 2014 [Electronic resource]. - Access mode: http://www.poultryukraine.com/ru/about-association/association-news/2013/10/association-news_1468.html.
11. Maksimchyk N. The dual listing will ripen to the autumn [Electronic resource]. - Access mode: <http://www.kommersant.ua/doc/2201018>.
12. Milkiland can to get the dual listing of shares [Electronic resource]. - Access mode: <http://latifundist.com/novosti/43805-milkilend-mozhet-poluchit-dvojnoj-listing-aktsij>.
13. Decision of the National commission from securities and fund market "About adoption of condition to the appeal for the overturn on territory of Ukraine foreign issuers securities" from November, 22, 2012 № 1692 [Electronic resource]. - Access mode: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/ofRE22490.html.
14. Decision of the National commission from securities and fund market "About settlement of operations maintenance question with foreign issuers securities in the National depository system of Ukraine" from December, 17, 2012 № 1903 [Electronic resource]. - Access mode: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/RE22887.html.
15. Decision of of the of National of commission from securities and fund market of "About of adoption of the foreign stock exchanges list, on that there must be foreign issuers securities that intend to get admitting for the overturn securities on territory of of Ukraine" from September, 10, 2013 № 1754 [Electronic resource]. - Access mode: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/RE24204.html.

Рецензент: Т.Г. Логутова
д-р екон. наук, проф., ГВУЗ «ПГТУ»

Статья поступила 02.12.2013