

тимуть та уникатимуть таких конфліктів через управлінські заходи (ч. 2)¹.

4) Також Кодекс IOSCO передбачає при визначенні відповідальності кредитно-рейтингових агентств перед позичальниками та інвесторами, при якій визначається прозорість та вчасність оприлюднення рейтингів, а саме, обов'язок кредитно-рейтингових агентств розповсюджувати свої рейтингові рішення відносно цінних паперів, призначених для публічного розміщення, або емітентів таких цінних паперів, публічно оголошувати свою політику щодо розповсюдження рейтингів, звітів та оновлень, публікувати в достатньому обсязі інформацію про свої процедури, методології та припущення (включаючи внесені зміни до фінансової звітності, що суттєво впливають на публічні фінансові дані емітента), щоб надати стороннім особам уявлення, яким чином було визначено рейтинг (ч. 3)².

2.2. Умови та значення лістингу цінних паперів

Крім рейтингової діяльності важливим фактором впливу на функціонування ринку цінних паперів є забезпечення належної процедури лістингу, закріпленої в законодавстві України. Одним із завдань в цьому напрямку є дослідження особливостей процедури лістингу в Україні та аналіз впливу лістингу на розміщення активів в цінні папери інвесторів.

Функціонування ринку цінних паперів досліджувалися багатьма науковцями, в тому числі: Кузнецова Н., Назарчук І. Р., Яроцький В. Л., Кологойда О. В., Резнікова В. В. та інші. Питання лістингу розглядали дослідники економічної науки: Степанчук С. С., Кравцова І. В., Комаха А. А., Серпенінова Ю. С.

¹ Кодекс засад діяльності рейтингових агентств. Затверджено Технічним Комітетом Міжнародної організації комісій з цінних паперів IOSCO – 05/2015 р. (англійською мовою) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://rurik.com.ua/documents/legislation/New/International/CODE%20IOSCO%202015%20.pdf>.

² Там само.

Поняття лістингу міститься в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок», відповідно до якого лістинг – це сукупність процедур із включення цінних паперів до реєстру фондової біржі та здійснення контролю за відповідністю цінних паперів і емітента умовам та вимогам, установленим у правилах фондової біржі. Виходячи зі змісту поняття лістингу в цьому Законі, останнє не відображає своєї ключової функції, що на наш погляд полягає в одержанні цінними паперами реальної вартості. Не вирішується це питання і при розкритті поняття лістингових цінних паперів, яке надається в п. 2 Положення «Про функціонування фондових бірж», яке затверджено Рішенням НКЦПФР № 1688 від 22.11.2012 р. (далі – Положення № 1688). Частково функції одержання інвесторами інформації про вартість цінного папера виконує котирування, що є механізмом визначення та/або фіксації на фондовій біржі ринкової ціни емісійного цінного паперу, що перебуває в обігу на такій біржі. Але, на нашу думку, котирування з його визначенням ринкової ціни є невід’ємною частиною лістингу і тому постуги з котирування та лістингу повинні розглядатися як єдина послуга, що визначає ринкову вартість (ціну) цінного паперу.

Як відмічається, серед послуг, які надаються фондовою біржою, є послуги з лістингу, котирування цінних паперів. Предметом послуги з лістингу (підтримання лістингу) є здійснення дій по збиранню, розповсюдженню та перевірці інформації про статус емітента та оцінку випущених ним цінних паперів. Для підтримання лістингу фондова біржа постійно провадить збір інформації про емітента та випущені ним цінні папери, тим самим надає інформацію усім заінтересованим особам, тобто перевіряє її відповідність фактичним обставинам¹.

Підкреслюючи двоякий характер лістингу науковці відмічають, що лістингові вимоги важко віднести до новітніх можливостей, які надаються інституційним інвесторам біржовим ринком. Втім, це один з найважливіших інструментів, який безпосередньо впливає на напрями інвестування, кількість цінних паперів, доступних для при-

¹ Плахіна, І. В. Цивільно-правовий статус бірж [Текст] : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / І. В. Плахіна ; Нац. акад. наук України ; Ін-т держави і права ім. В. М. Корецького. – К., 2009. – 16 с.

дбання інвесторами, ступінь їх диверсифікації, надійності та інвестиційної привабливості¹.

Ю. С. Серпенінова відмітила, що шляхом проведення лістингу фондова біржа фактично виконує функції підтримки ринкової вартості цінних паперів, що обертаються на даному біржовому ринку, а цінні папери дозволяють збільшити ринкову вартість компанії-емітента порівняно з балансовою вартістю. Крім того, ті компанії, цінні папери яких котируються на фондовій біржі, є більш інвестиційно привабливими і їм легше досягти довіри у питаннях отримання банківських кредитів та залучення інших джерел фінансування, що дає можливість компанії зайняти більш стійку та вигідну позицію на фінансовому ринку. Варто також враховувати той фактор, що процедура лістингу є не безкоштовною, тому за котирування на фондовій біржі скоріш за все платитимуть ті компанії, що мають стійкий фінансовий стан, що також є додатковим свідченням високої ліквідності цінних паперів таких емітентів. З іншої сторони певні переваги отримує і інвестор, який хоче вкласти кошти у цінні папери, що котируються на фондовій біржі, адже хоча біржа і не гарантує прибутковості цінних паперів, та певний ступінь надійності та захисту від ризиків біржа надає². Але останнє твердження підлягає коригуванню оскільки біржа не надає ніякого захисту, а саме дотримання умов публічного обігу надає змогу зменшити ризики.

Серед переваг включення цінних паперів у лістинг можна виявити такі:

- більший обсяг інформації і підвищення престижу акціонерного товариства в інвесторів, тому що, крім власної оцінки якості акцій інвестором, мається оцінка цих якостей і фондовою біржою;
- кращі умови для одержання фірмою кредитів, тому що кредитори можуть порівняти балансову вартість активів компанії з біржовою оцінкою;
- прозорість ринку для інвесторів;

¹ Шишков, С. Є. Модернізація підходів до лістингових вимог в Україні [Електронний ресурс] / С. Є. Шишков. – Режим доступу: <http://fbp.com.ua/Doc/18062011.ppt>.

² Серпенінова, Ю. С. Лістинг як засіб досягнення ліквідності фондового ринку [Електронний ресурс] / Ю. С. Серпенінова. – Режим доступу: <http://dspace.uabs.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/9454/1/Серпенінова%20тези.pdf>.

– полегшується можливість застави акцій, тому що за інших рівних умов кредитори більш охоче приймуть у заставу облікові акції, ніж позасписочні, розуміючи, що їх легше продати, якщо це буде необхідно через неспроможність позичальника;

– велика ринковість і увага з боку інвесторів, тому що публікація даних про ринок облікових акцій дозволяє інвесторам і фінансовим експертам скласти повне уявлення про ринкове «поводження» кожного облікового випуску акцій, що залучає до цих акцій нових покупців¹.

Браховуючи наведене, в тому числі, висновки С. С. Степанчук та І. В. Кравцової, необхідно відмітити, що у процедурі лістингу для емітентів є і негативні моменти в регулюванні, серед них:

– додатковий контроль за діяльністю компанії, тому що при включенні до списку біржа бере на себе додаткові зобов'язання по інформуванню про дивіденди, випущенні акції та ін., а деякі з обмежень включаються в угоду про лістинг в інтересах зовнішніх акціонерів;

– додаткові витрати, такі як плата за проходження лістингу, щорічна плата за підтримку лістингу, оплата аудиторських послуг;

– можливість виникнення негативного ставлення в потенційних інвесторів у випадку низької «активності» акцій, що могло б виявитися менш помітним у випадку продажу акцій на позабіржовому ринку²;

– відсутність лістингу, що підкреслює низький рейтинг емітента та низьку якість його цінних паперів.

Таким чином, економічними передумовами для лістингу є наступні положення:

– це один з найважливіших інструментів, який безпосередньо впливає на напрями інвестування, кількість цінних паперів, доступних для придбання інвесторами, ступінь їх диверсифікації, надійності та інвестиційної привабливості;

– завдяки проведенню лістингу, фондова біржа фактично виконує функції підтримки ринкової вартості цінних паперів;

¹ Степанчук, С. С. Особливості регулювання біржового фондового ринку в Україні [Текст] / С. С. Степанчук, І. В. Кравцова // Економіка та держава. – 2010. – № 2. – С. 59.

² Там само.

– цінні папери, які котируються на фондовій біржі є більш інвестиційно привабливими;

– процедура лістингу не є безкоштовною, і за котирування на фондовій біржі в переважній більшості сплачують компанії зі стійким фінансовим станом, який одночасно підтверджується, на що звертається увага і акцентується, що проходження лістингу вимагає від емітента фінансових витрат та напряму пов'язано з інвестиційною привабливістю такого підприємства¹;

– інвестори отримують більший обсяг інформації, підвищується престиж акціонерного товариства, тому що крім власної оцінки якості акцій інвестором, здійснюється оцінка і фондовою біржою;

– об'єктивний характер лістингу може застерегти інвесторів від збитків у випадку низької «активності» акцій, що могло б виявитися менш помітним у випадку продажу акцій на позабіржовому ринку;

– завдяки процедурі лістингу, забезпечується прозорість ринку для інвесторів;

– полегшується можливість застави акцій, а саме в частині оцінки та вірогідної реалізації акцій.

Що стосується самої процедури лістингу в Україні, вона закріплена в Положенні «Про функціонування фондових бірж» № 1688. З 01 січня 2016 р. діє редакція Положення № 1688 зі змінами внесеними рішенням НУЦПФР № 1217 від 06.08.2015 р., які передбачають підвищення лістингових вимог до емітентів. На підставі розділу IV Положення № 1688 внесення цінних паперів до біржового реєстру здійснюється лише за ініціативи емітента цих цінних паперів. Внесення та перебування цінних паперів у першому або другому рівнях лістингу здійснюється при відповідності встановленим мінімальним вимогам в залежності від виду цінного паперу.

Для акцій умови перебування в першому рівні лістингу є такими: – емітент існує не менше п'яти років; – власний капітал емітента не менше 1 000 000 000 грн.; – річний чистий дохід від реалізації товарів, робіт, послуг за останній фінансовий рік становить не менше 1 000 000 000 грн. (крім банків); – ринкова капіталізація емітента складає

¹ Рекуненко, І. І. Розвиток вторинного ринку цінних паперів в Україні [Текст] : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.04.01 / І. І. Рекуненко ; Укр. акад. банк. справи. – Суми, 2013. – 21 с.

не менше 1 000 000 000 грн.; – мінімальна частка акцій у вільному обігу становить не менше 25 відсотків, при цьому у двох інвесторів сумарно може знаходитися не більше за 50% від цієї частки. Також встановлюються організаційні вимоги та вимоги щодо корпоративного управління: до кількості незалежних членів наглядової ради емітента (мінімум 25% кількісного складу ради), кількісний склад акціонерів емітента повинен складати не менше 500 акціонерів, запровадження посади корпоративного секретаря, внутрішнього аудитора, укладення договору з маркет-мейкером про підтримку ліквідності акцій та інші, відповідно до п. 3.1 Розділу IV Положення № 1688.

Другий рівень лістингу акції можуть отримати у випадку коли: – емітент існує не менше трьох років; – власний капітал емітента не менше 400 000 000 грн.; – річний чистий дохід від реалізації товарів, робіт, послуг за останній фінансовий рік становить не менше 400 000 000 грн. (крім банків); – ринкова капіталізація емітента складає суму, не меншу 100 000 000 грн.; – мінімальна частка акцій у вільному обігу становить не менше 10 відсотків, при цьому у двох інвесторів сумарно може знаходитися не більше за 50% від цієї частки (за виключенням: акцій, що мають обмежений обіг; акцій, що належать державі). Що стосується корпоративних умов, необхідне запровадження посади корпоративного секретаря, кількісний склад акціонерів емітента повинен складати не менше 200 акціонерів, та інші вимоги передбачені п. 4.1. Розділу IV Положення № 1688.

Для облігацій підприємств умови перебування в першому рівні лістингу є наступними: – емітент існує не менше п'яти років; – вартість чистих активів емітента або особи, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском, складає не менше 1 000 000 000 грн.; – номінальна вартість серії випуску облігацій складає суму, не меншу 400 000 000 грн.; – річний чистий дохід від реалізації товарів, робіт, послуг за останній фінансовий рік становить не менше 500 000 000 грн (крім банків); відсутність збитків в емітента або особи, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском, за підсумками двох фінансових років з останніх трьох фінансових років; – розмір наданого емітентом забезпечення виконання зобов'язань за випуском не може бути менше суми номінальної вартості випуску облігацій і суми сукупної виплати доходу за ними, крім випадків,

якщо емітент та/ або особа, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском, має рівень рейтингу не нижче ВВ за класифікацією міжнародного рейтингового агентства, яке включене до переліку міжнародних рейтингових агентств, визнаних НКЦПФР; – відсутність дефолту або з моменту припинення зобов'язань, щодо яких емітентом було допущено дефолт, пройшло не менше трьох років. Також існує перелік організаційних та корпоративних вимоги містяться в п. 3.2 Розділу IV Положення № 1688.

Другий рівень лістингу облігації підприємств можуть отримати у випадку дотримання таких вимог: – емітент існує не менше двох років (крім емітента, який є дочірнім підприємством іншого емітента, цінні папери якого знаходяться у біржовому реєстрі); – вартість чистих активів емітента або особи, яка забезпечує виконання зобов'язань за випуском, складає суму не менше 400 000 000 грн.; річний чистий дохід від реалізації товарів, робіт, послуг емітента або особи, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском, за останній фінансовий рік становить на менше 400 000 000 грн. (крім банків); – номінальна вартість серії випуску облігацій складає суму, не меншу 100 000 000 грн.; – необхідними умовами також є: відсутність збитків у емітента або особи, яка надає забезпечення виконання зобов'язань за випуском, за підсумками останнього фінансового року; – відсутність дефолту або з моменту припинення зобов'язань, по відношенню до яких емітентом було допущено дефолт пройшло не менше двох місяців.

Цінні папери ІСІ можуть вноситися та перебувати лише на другому рівні лістингу. Для ІСІ, що розміщуються шляхом відкритого (публічного) розміщення висуваються такі мінімальні вимоги: – ІСІ існує не менше двох років (крім біржового ІСІ); – вартість чистих активів ІСІ на останній день останнього звітного кварталу складає не менше 2 000 000 грн.; – корпоративні та організаційні вимоги включають: – інформацію про склад активів ІСІ та про вартість чистих активів, вартість цінних паперів ІСІ (для ІСІ закритого типу), яка повинна оприлюднюватися щомісяця на сайті КУА; – укладення договору емітента з маркет-мейкером про підтримку ліквідності цінних паперів такого ІСІ, відповідно до п. 4.4. Розділу IV Положення № 1688.

Для спеціалізованого біржового ІСІ (при публічному розміщенні цінних паперів) умови перебування в лістингу наступні: – вартість чистих активів ІСІ на останній день останнього звітного кварталу складає не менше 2 000 000 грн. Також організаційні та корпоративні вимоги до розміщення інформації про склад активів ІСІ, яка повинна щоденно оприлюднюватися на сайті КУА та обов'язковості укладення договору між емітентом та маркет-мейкером про підтримку ліквідності цінних паперів такого ІСІ, згідно п. 4.4. Розділу IV Положення № 1688.

Для акцій другого рівня лістингу (п. 4.1 Розділу IV Положення № 1688) та позалістингових сегменту середнього бізнесу (п. 5 Розділу IV Положення № 1688) встановлено нижчі вимоги до системи корпоративного управління.

Викладені умови лістингу в «Положенні про функціонування фондових бірж» зі змінами, які вступили в силу з 01.01.2016 р. дозволяють звернути увагу на суперечливі положення, а саме: при загальному спрямуванні на підвищення вартості чистих активів емітента для лістингу, його цінних паперів (акцій, облігацій), для ІСІ показник чистих активів зменшено в 10 разів, при тому, що в ІСІ як мінімум вдвічі збільшено ризики, по-перше, при неплатоспроможності емітента існують правові ризики неналежного управління ІСІ з боку КУА; по-друге, зменшення активів ІСІ зменшує можливість диверсифікувати ІСІ.

Аналізуючи наведені пропозиції в законодавстві України, на нашу думку, важливо звернути увагу на врегулювання даних питань і в Європейському Союзі, враховуючи тенденцію до адаптації вітчизняного законодавства до законодавства країн ЄС.

Питання лістингу цінних паперів в ЄС, регулюється Директивою 2001/34/ЄС «Про допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі і про інформацію, що повинна бути опублікована про ці цінні папери»¹ (Далі – Директива 2001/34/ЄС).

¹ Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1454597597507&uri=CELEX:32001L0034>.

Відповідно до умов, що стосуються компаній якими подано заявку на допуск акцій до офіційного лістингу (глава II Директиви 2001/34/ЄС), прогнозована ринкова капіталізація таких акцій, або якщо вона не може бути оцінена, капітал і резерви компанії, включаючи прибуток і втрати, за останній фінансовий рік повинні становити не менше одного мільйона євро. При чому, держави-члена можуть надати допуск до офіційного лістингу і тоді, коли така умова не виконується, але вони повинні бути переконані, що для таких акцій існуватиме відповідний ринок. Держава-член може вимагати під час допуску до офіційного лістингу більшої прогнозованої ринкової капіталізації або більшого капіталу чи резервів, тільки у тому випадку, коли існує в такій державі інший регульований, постійно діючий і визнаний відкритий ринок, і вимоги щодо нього є еквівалентними або меншими ніж ті що зазначені вище.

Умови, які стосуються суб'єктів підприємницької діяльності, щодо допуску до лістингу боргових цінних паперів передбачають, що розмір позики повинен бути не меншим ніж 200 000 євро. Але це положення не застосовується у випадку регулярних державних випусків, коли розмір позики не встановлений. Держави-члени можуть надати допуск до офіційного лістингу навіть у випадку, коли ця умова не виконується, якщо компетентні органи переконані, що для відповідних боргових цінних паперів буде існувати достатній ринок.

Як відмічається, на сьогодні в Україні не існує єдиної методики оцінки фінансового стану підприємства під час проходження ним лістингу. Кожний із організованих фондових ринків має власну процедуру лістингу, тому існує необхідність створення єдиної методики лістингу, що дозволило б емітентам спростити доступ на різні ринки цінних паперів, а також надало б прозорість ринку¹. Слід звернути увагу, що не тільки не існує єдиної методики оцінки майнового стану, а оцінка фінансового стану емітента при лістингу не вимагається взагалі, відповідно до Положення № 1688.

Для реалізації позитивних рис лістингу в законодавстві України необхідно додатково визначити наступні положення:

¹ Марахов, К. С. Ринок корпоративних цінних паперів в Україні: стан та перспективи розвитку [Текст] : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.04.01 / К. С. Марахов ; НАН України, Ін-т екон. прогнозування. – К., 2003. – С. 11.

- забезпечення прозорості умов лістингу та закріплення загальних принципів лістингу для всіх бірж;
- покладання на емітентів додаткових інформаційних обов'язків про цінні папери та надання додаткової інформації в спеціалізованих джерелах, в тому числі, уповноважених НКЦПФР;
- забезпечення зв'язку рейтингової оцінки емітента, цінних паперів, з лістингом цінних паперів та доступності рейтингової оцінки для інвесторів.

2.2.1. Врахування лістингу при формуванні активів інститутів спільного інвестування

Механізм врахування внесення цінних паперів в біржові списки та/або лістингу відбувається з метою захисту інтересів інвесторів та визначення рівня ліквідності цінних паперів, а отже і зниження рівня ризику цінних паперів. У зв'язку з цим лістинг та допущення до торгів є публічним засобом регулювання ринку цінних паперів і є публічним засобом, що реалізується ринковими методами.

Для прикладу розглянемо вплив лістингу на розміщення активів ІСІ як найбільш значущого пристрою по наслідкам у випадку його використання або не додержання вимог.

Лістинг та внесення цінних паперів до біржових списків враховується в діяльності ІСІ двома способами:

По-перше, встановлення обов'язкового первинного обсягу активів розміщених в цінні папери, які пройшли лістинг, з метою підвищення якості портфелю суб'єктів ІСІ;

По-друге, встановлення обов'язкового мінімуму в невеликій частині від всіх активів і дозволу на придбання будь-яких цінних паперів в іншій значній частині для інститутів які по закону можуть нести визначені ризики у своїй діяльності.

Для прикладу, відповідно до ч. 2 ст. 48 Закону «Про ІСІ» для недиверсифікованого виду ІСІ вартість нерухомості та цінних паперів, які не допущені до торгів на фондовій біржі, не може становити