

# Как обеспечить листинг ценных бумаг на иностранной бирже?

Листинг на иностранной бирже может быть полезен для решения самых разных задач — как инвестиционных, так и далеких от привлечения финансирования.

## Зачем может быть нужен листинг?

Наиболее распространенная причина, чтобы обеспечить листинг своим ценным бумагам — открыть возможность инвестировать в эту бумагу **с максимальной простотой**. Всегда проще сказать: вы можете ее купить на такой-то бирже, чем указывать конкретного инвестпосредника, у которого можно приобрести бумагу.

Некоторые фонды и прочие институциональные инвесторы не будут в принципе покупать бумагу, если она не котируется на бирже: им могут это запрещать **инвестиционные ограничения**.

Также часто мотивом прохождения листинга на бирже является необходимость **публичной фиксации рыночной цены бумаги**. Фондам, фэмили офисам и прочим институционалам нужно учитывать приобретенные в клиентский портфель бумаги по рыночной цене (которую клиент потом видит в выписке). Если бумага некотируемая, то ее можно учитывать по цене приобретения, но тогда во многих случаях правила учета потребуют разбираться в базовом активе ценной бумаги для получения адекватной оценки. Никому этого делать не хочется.

Субъективно, управляющий деньгами третьих лиц или казначей организации будет чувствовать себя гораздо более комфортно, если у купленной бумаги была биржевая цена: тогда не встанет вопрос о том,

что он приобрел ее на невыгодных условиях.

В ряде случаев листинг на одной бирже может быть необходим **чисто технически — для получения другого листинга** (в основной стране дистрибуции этой бумаги) по упрощенной процедуре. Такие правила существуют в России. Без биржевого листинга на одной из бирж из широкого списка, одобренного ЦБ России, нельзя допустить иностранную ценную бумагу в третий (некотировальный) уровень российской биржи. А без листинга на одной из первоклассных бирж по другому списку ЦБ — нельзя включить такую иностранную ценную бумагу в биржевой котировальный список одного из высших уровней.

Наконец, иногда биржевой листинг желателен для того, чтобы клиенты со всего мира могли инвестировать в ценную бумагу, **пройдя AML-контроль всего один раз** — у своего брокера. Поскольку биржевой клиринговый центр не предполагает повторного контроля бенефициара, сбора массы документов, и так далее, режим торговли фактически получается анонимным. Не видит своего инвестора в этом случае и сам эмитент.

## **Листинг и «допуск к торгам»: разбираемся в терминологии**

Один из запутанных терминологических вопросов в ценных бумагах — это разница между листингом, допуском к торгам и включением в котировальный список / котировальный лист. В разных странах эти термины могут означать разное, а некоторые из них — употребляться как синонимы.

**В России** листинг и допуск к организованным торгам — синонимы (определение из закона «О рынке ценных бумаг»).

*Включение в котировальный список является частным случаем листинга —*

список ценных бумаг, допущенных к организованным торгам, разделен на три уровня — котировальные списки первого и второго уровня и некотировальная часть списка (третий уровень). То есть в России терминологически существуют ценные бумаги, допущенные к организованным торгам (то есть *прошедшие листинг*), но не включенные в котировальный список.

Применительно к российским биржам и прочим площадкам *организованной торговли* финансовыми инструментами используется термин «организатор торговли» (которым может быть биржа или иная организация). Однако, когда речь идет об иностранных листингах, используется термин «иностранная биржа».

В регламентирующих нормах **Европейского Союза** (прежде всего, MiFID2) слово «биржа» не используется, а торговые площадки, которые мы привычно называем биржами, вместо этого именуются термином «рынок» (*market*). Организаторы торговли в российском смысле имеют в ЕС наименование «оператор рынка» (*market operator*).

Все рынки (торговые системы) в ЕС делятся на регулируемые (*regulated*) и нерегулируемые (*unregulated*). К нерегулируемым рынкам относятся такие типы торговых площадок как MTF (*multilateral trading facility* — многосторонняя торговая система) и OTF (*organized trading facility* — организованная торговая система).

Понимание статуса конкретных иностранных ценных бумаг усложняется еще и тем, что в рамках одной организации, именуемой «биржа» (дань историческому наименованию и традиции) могут функционировать одновременно как регулируемые рынки, так и нерегулируемые. Как пример, в рамках единого юридического лица — Кипрской Фондовой Биржи (*Cyprus Stock Exchange*) функционирует «Регулируемый рынок» (*Regulated Market*), включающий в себя отдельные рынки для облигаций, фондов и пр. и «Рынок Развивающихся Компаний» (*Emerging Companies Market*), имеющий по европейскому законодательству статус

нерегулируемого рынка в форме МТФ.

Что касается термина **«листинг»**, то он в основном употребляется в биржевых регламентирующих документах и в некоторых странах — в национальном законодательстве. Пан-европейские нормы говорят не о листинге, а о финансовых инструментах, **«допущенных к торговле»** (*admitted to trading*) — причем в отношении как регулируемых, так и нерегулируемых рынков.

На этом сложности не заканчиваются. Многие биржи (в рамках которых, как было сказано, могут сосуществовать регулируемые и нерегулируемые рынки) применительно к допущенным к торговле на регулируемом рынке фин-инструментам используют термин «листинг», а к тем, которые торгуются на МТФ — «допуск к торговле».

Эта терминологическая «каша» существует на фоне того, что 99% людей, включая профессионалов инвестиционного рынка, которые не являются узко квалифицированными юристами, все равно называют все организации, в которых можно организованно покупать и продавать ценные бумаги, «биржами», а наличие ценной бумаги в списке доступных для торговли — «листингом».

Проблема с терминологической путаницей состоит еще и в том, что многие международные и национальные нормы, не относящиеся к регулированию рынка финансовых инструментов (например, нормы о борьбе с отмыванием денег или о раскрытии налоговой информации между странами) оперируют терминами «биржа», «торговля», «котирование» и «листинг», а не только «рынок» и «допуск к торговле».

## **Несколько примеров:**

**Швейцария:** «Компании, котируемые на фондовой бирже,

не должны декларировать своих контролирующих лиц» (анти-отмывочный регламент CDB16)

**Евросоюз:** «факторы пониженного риска: публичные компании, листингованные на фондовой бирже и подлежащие требованиям по раскрытию...» (4-я директива по борьбе с отмыванием)

**Международный стандарт CRS (автоматический обмен налоговой информацией):** «публично торгуемые нефинансовые компании», «акции регулярно торгуются на организованном рынке ценных бумаг» и пр.

**Вывод:** устоявшейся универсально применяемой международной терминологии по листингам и допуску к торговле, а также по типам организованных рынков ценных бумаг нет. Это с одной стороны открывает простор для креатива (можно выбрать наименее регулируемый рынок и получить на нем «листинг», если это нужно только формально), но с другой создает правовую неопределенность в странах, где от описанных критериев зависит тот или иной регуляторный вопрос.

## **Листинг без трейдинга и прочие чудные звери**

Из раздела выше вы поняли, что в рамках некоторых правовых систем можно говорить о возможности трейдинга (заключении сделок через организованный рынок / биржу) без «листинга».

Однако, бывает еще и листинг без трейдинга или как его иначе называют — «технический листинг».

Это порождение бизнеса отдельных бирж и целых стран по продаже решений для формально корректного обхода иностранных регуляторных

ограничений.

В нормальной ситуации эмитенты стремятся на биржу и готовы выдерживать строгие требования по раскрытию информации, чтобы инвесторы могли в них легче инвестировать. Однако, в рамках логики борьбы с регуляторными ограничениями эмитенты наоборот не заинтересованы в доступе сторонних инвесторов, а зато хотят иметь формальный листинг для регуляторных, налоговых или иных целей.

Некоторые биржи предлагают возможность технического листинга в открытую (список SOL на Люксембургской бирже, «технический листинг» на Маврикийской фондовой бирже или на Голландско-Карибской бирже в Кюрасао); значительно большее число бирж, причем не только офшорных, обеспечивают технический листинг де-факто, просто не устанавливая вообще никаких требований по числу сделок с конкретной бумагой в течение года. Некоторые смотрят сквозь пальцы на то, что определенная бумага даже не заведена в клиринговый центр, несмотря на наличие листинга.

Такие листинги могут быть весьма полезными для самых разных целей.

Как пример, по британским законам проценты по «котируемым» еврооблигациям освобождены от удерживаемого у источника налога (*Quoted Eurobond Exemption*). Чтобы использовать эту льготу, сотни британских компаний вместо обычных займов оформляют привлекаемое финансирование в форме еврооблигаций и обеспечивают им листинг на самой простой бирже из списка бирж, одобренных британской Налоговой службой. Как правило, это либо биржа Каймановых островов, либо The International Stock Exchange на Джерси. Почти все эти листинги носят де-факто технический характер.

## **Как выбрать правильную биржу для листинга по типу инструмента**

Типов ценных бумаг очень много, и каждый имеет свои особенности в обслуживании и совершении сделок. Соответственно, под торговлю определенным типом ценной бумаги торговая система биржи и ее клиринговый центр должны настраиваться специально.

Если акциями, облигациями и паями взаимных фондов торгуют почти все основные биржи (как международные, так и национальные), то для листинга более сложных финансовых инструментов нужно подбирать биржу, где под торговлю такими инструментами настроена торговая система.

Не все биржи принимают для листинга все типы бумаг, и не все депозитарии умеют работать со всеми типами бумаг. Поэтому торговля более специализированными инструментами (например, структурными производными продуктами) концентрируется на нескольких специально настроенных для этого площадках.

Планируя листинг, эти особенности надо принимать во внимание.

## **Как выбрать правильную биржу для листинга по доступности инвесторам**

Биржевой листинг ценной бумаги сам по себе еще не означает, что любому инвестору будет легко ее купить. Биржи различаются по числу брокерских компаний, имеющих прямой доступ к торгам, и для покупки бумаг на некоторых экзотических биржах найти брокера, имеющего даже косвенный (через другого брокера) доступ может быть очень сложно.

Как пример, в составе торговых участников Фондовой биржи Каймановых островов всего четыре компании, Бермудской фондовой биржи — восемь, Гибралтарской фондовой биржи — десять, Голландско-Карибской биржи ценных бумаг — тринадцать.

Если целью листинга является открыть бумагу для возможности покупки как

можно более широким кругом инвесторов, следует выбирать биржу с как можно более широким числом участников торговли.

## **Как выбрать правильную биржу для технического листинга**

Выбирать биржу для листинга, который нужен по налоговым, регуляторным или иным не-инвестиционным причинам, достаточно просто.

Отталкиваться нужно от списка одобренных бирж для конкретной причины, а из него выбирать биржу с наиболее либеральными правилами и низкими затратами на прохождение и поддержание листинга.

По нашему опыту, лучшие биржи для неторгового листинга следующие:

- **Dutch Caribbean Securities Exchange** (Голландско-Карибская биржа ценных бумаг)
- **Cayman Islands Stock Exchange** (Фондовая биржа Каймановых островов)
- **Gibraltar Stock Exchange** (Гибралтарская фондовая биржа)
- **Mauritius Stock Exchange** (Маврикийская фондовая биржа) — есть в списке Центробанка РФ!
- **The Bermuda Stock Exchange** (Бермудская фондовая биржа) — есть в списке Центробанка РФ!
- **The International Stock Exchange** (Международная фондовая биржа, остров Джерси)
- **Bahamas International Securities Exchange** (Багамская



международная биржа ценных бумаг)

- **Luxembourg Stock Exchange** (Люксембургская фондовая биржа) — список SOL (листинг без трейдинга) и нерегулируемый рынок Euro MTF — есть в списке Центробанка РФ!
- **Vienna Stock Exchange** (Венская фондовая биржа) — нерегулируемый рынок Vienna Stock Exchange MTF — есть в списке Центробанка РФ!
- **Cyprus Stock Exchange** (Кипрская фондовая биржа) — нерегулируемый рынок Emerging Companies Market (MTF) — есть в списке Центробанка РФ!

## Процедура листинга

Сложность прохождения листинга зависит от биржи и типа рынка (раздела биржи), на котором предполагается листинг. Универсальных правил практически нет.

В Европе самый простой листинг (вернее, «допуск к организованной торговле») возможен на нерегулируемых секциях бирж, которые по директиве ЕС MiFID 2 имеют статус MTF (*multilateral trading facility* — многосторонняя торговая система).

Листинг на основных (регулируемых) площадках бирж в подавляющем большинстве случаев требует наличия согласованного с регулятором проспекта эмиссии выводимых на листинг ценных бумаг. Для листинга на MTF требования проще: достаточно краткого инвестиционного меморандума по выпуску (например, на Кипре это *Admission Document*, в Вене — *Information Memorandum*).

Получение биржевого листинга на основных площадках бирж обычно требует наличия листингового агента (на разных биржах именуется по-

разному: *listing agent, listing advisor, nominated advisor* и пр.). В функции этого лица входит общение с биржей от имени эмитента и профессиональное разрешение всех специфических вопросов в процессе допуска эмитента на биржу.

## **Обязательства при поддержании листинга**

После того, как ценные бумаги прошли листинг (допущены к организованным торгам), эмитент начинает нести определенные обязательства по биржевым правилам и по закону, невыполнение которых грозит исключением из листинга, штрафом или даже административным / уголовным преследованием.

Основные обязательства:

- **Минимальное число сделок по ценной бумаге.** Некоторые биржи (вернее, некоторые рынки в рамках бирж) требуют, чтобы по листингованным там бумагам в течение года была определенная минимальная торговая активность. Иначе ценная бумага будет исключена из листинга. Это чисто коммерческий вопрос: биржи зарабатывают на объеме торговли. Нерегулируемые рынки в статусе MTF могут не предъявлять таких требований и довольствоваться ежегодным взносом за поддержание листинга (допуска к торгам).
- **Раскрытие информации об эмитенте.** При листинге на регулируемых рынках бирж эмитенты обязаны раскрывать через биржу сведения о своем финансовом состоянии, крупных сделках, существенных событиях и пр. Неисполнение этих требований может привести к делистингу, а если информация была скрыта для манипуляций и обмана инвесторов, может наступить административная или уголовная ответственность ключевых лиц эмитента. На нерегулируемых секциях эти требования минимальны.
- **Уведомление биржи о приобретении крупных пакетов** долевых

ценных бумаг (акций и пр.). Правила исходят из того, что инвесторы должны знать о том, что происходит концентрация крупных долей (как правило, начиная с 5%) в одних руках.

- **Ограничение на «схемные» сделки.** Сделки, организованные с целью создания искусственного оборота ценных бумаг, либо направленные на установление или поддержание определенной цены, подпадают под определение манипуляции на фондовом рынке и в большинстве случаев противозаконны. Если на схемные сделки, совершаемые для поддержания листинга, биржи еще могут смотреть сквозь пальцы, то ценовые манипуляции могут привести к делистингу, гражданским искам со стороны инвесторов, регуляторным штрафам и даже уголовному преследованию.

© John Tiner & Partners, 2020

Материал с сайта [www.securities.expert](http://www.securities.expert)

Для связи с нами: [vt@tiner.ch](mailto:vt@tiner.ch)