К вопросу о правовой природе листинга ценных бумаг на примере законодательства России и Гонконга

Максимкин Яков Александрович
кандидат юридических наук, доцент, кафедра гражданского и предпринимательского права, юридический институт, Самарский национальный исследовательский университет имени академика С.П. Королева, maksimkin.yaa@ssau.ru

Работа посвящена исследованию правовой природы листинга ценных бумаг на основе сопоставления законодательства России и Гонконга. Листинг рассматривается как юридический (фактический) состав – система последовательно накапливаемых юридических фактов различной отраслевой природы, завершение которой влечет единый правовой результат: допуск ценных бумаг к организованным торгам и возникновение специального правового режима их публичного обращения. Установлено, что в обеих юрисдикциях состав листинга объединяет волеизъявление эмитента, контрольно-надзорные акты публичного характера, решение биржи и договорный элемент, а биржа выступает частным субъектом, осуществляющим делегированное публичное администрирование допуска под контролем государственного регулятора. Определены различия, обусловленные принадлежностью правопорядков к разным правовым семьям: место правил листинга в системе источников права, механизм придания им обязательной силы, роль судебного прецедента и модель взаимодействия биржи с регулятором. В результате проведенного исследования автор приходит к выводу о смешанной частно-публичной природе листинга как накопительного юридического состава с элементом административной дискреции организатора торговли, функционально эквивалентного в сопоставляемых правопорядках при различии юридико-технических средств его закрепления.

Ключевые слова: листинг ценных бумаг, юридический состав, допуск к организованным торгам, организатор торговли, котировальный список, правила листинга, фондовая биржа, рынок ценных бумаг, Гонконг, сравнительное правоведение.

Допуск ценных бумаг к организованным торгам является ключевой точкой входа финансового инструмента в публичный оборот: именно с этого момента ценная бумага становится доступной неограниченному кругу инвесторов, а ее эмитент принимает на себя комплекс обязанностей по раскрытию информации и поддержанию стандартов корпоративного управления. Правовым основанием такого допуска выступает листинг; при этом листинг и допуск к организованным торгам не тождественны: допуск представляет собой правовое последствие (результат) завершенного листинга. Несмотря на наличие легальной дефиниции листинга в российском законодательстве, его правовая природа продолжает оставаться дискуссионной: в литературе листинг характеризуется и как процедура (нормативно упорядоченная последовательность действий), и как совокупность сделок, и как форма разрешительного воздействия на оборот ценных бумаг. Между тем от квалификации листинга напрямую зависят прикладные вопросы: момент возникновения правовых последствий допуска ценных бумаг к организованным торгам, судьба незавершенного листинга при отказе биржи, пределы судебного контроля дискреционных решений организатора торговли, распределение рисков между эмитентом, биржей и инвесторами.

Продуктивным инструментом для ответа на поставленный вопрос представляется сравнительно-правовой метод. Для сопоставления избраны правопорядки России и Гонконга: первый представляет континентальную модель с кодифицированным регулированием и единым мегарегулятором финансового рынка, второй – модель общего права с многоуровневой системой регулирования и значимой ролью судебного прецедента. Контраст моделей позволяет отделить универсальные юридические характеристики листинга вне зависимости от особенностей юридической техники конкретного правопорядка.

Категория юридического (фактического) состава разработана отечественной теорией права и цивилистической доктриной достаточно детально. Под юридическим составом принято понимать совокупность юридических фактов, необходимую для наступления определенных юридических последствий. Исаков В.Б. подчеркивал функциональное назначение фактического состава в механизме правового регулирования: элементы состава накапливаются в нормативно заданной последовательности, при этом незавершенный состав способен порождать промежуточные правовые последствия – состояние связанности участников формирующегося правоотношения. Для квалификации правового явления в качестве юридического состава, таким образом, необходимо установить, во-первых, множественность разнородных юридических фактов, во-вторых, нормативно заданную последовательность их накопления и, в-третьих, единый правовой результат, наступающий лишь при завершении состава.

Терминологически данная конструкция обозначается в доктрине двояко: О.А. Красавчиков использовал понятие «юридический состав», акцентируя нормативную заданность совокупности фактов, тогда как В.Б. Исаков оперировал термином «фактический состав», подчеркивая реальное накопление его элементов в действительности. Поскольку для целей настоящего исследования значимы оба аспекта – нормативная модель состава и динамика его фактического накопления, – указанные термины используются как равнозначные с предпочтением составного обозначения «юридический (фактический) состав». Применение именно этой категории к листингу оправдано тем, что она, в отличие от понятий процедуры (организационной последовательности действий, лишенной собственного материально-правового содержания) и сделки (волеизъявления исключительно частноправовой природы), позволяет объединить в единой конструкции разноотраслевые юридические факты и связать наступление единого правового результата с их совокупным накоплением.

Применительно к листингу правовой результат определен нормативно: ценные бумаги допускаются к организованным торгам путем осуществления их листинга (п. 2 ст. 14 Закона о рынке ценных бумаг). Иными словами, допуск к торгам – не самостоятельное дей-

ствие, следующее за листингом, а правовое последствие его завершения. Уже сама эта конструкция указывает на составную природу исследуемого явления: закон описывает не единичный юридический факт, а систему фактов, замыкающуюся на единый результат.

Российский законодатель определяет листинг как включение ценных бумаг организатором торговли в список ценных бумаг, допущенных к организованным торгам для заключения договоров купли-продажи, в том числе включение ценных бумаг биржей в котировальный список (подп. 20 п. 1 ст. 2 Закона о рынке ценных бумаг); зеркальным образом делистинг определен как исключение ценных бумаг из указанных списков (подп. 21 п. 1 ст. 2). Нормативную основу листинга образуют, помимо названного Закона, Федеральный закон от 21 ноября 2011 г. № 325-ФЗ «Об организованных торгах», Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (в части корпоративных предпосылок и последствий листинга и делистинга акций), Положение Банка России от 24 февраля 2016 г. № 534-П «О допуске ценных бумаг к организованным торгам» и правила листинга организаторов торговли, которые подлежат регистрации в Банке России и не должны противоречить федеральному законодательству. Так, на Московской бирже с 1 апреля 2026 г. действуют Правила листинга, утвержденные Наблюдательным советом ПАО «Московская Биржа» 26 февраля 2026 г. Собственные правила листинга утверждены и иными организаторами торговли.

Анализ названных актов позволяет выделить элементы юридического состава листинга по российскому праву.

Первый элемент – волеизъявление эмитента (иного лица, обязанного по ценным бумагам), объективируемое в заявлении о включении ценных бумаг в список по форме, утвержденной биржей, с приложением установленного комплекта документов. Заявление представляет собой одностороннее юридически значимое действие частноправового характера, запускающее накопление состава и порождающее обязанность биржи рассмотреть его в установленный срок.

Второй элемент – публично-правовые предпосылки допуска: соответствие ценных бумаг требованиям законодательства, включая нормативные акты Банка России, и регистрация проспекта ценных бумаг, когда она необходима для публичного обращения (п. 2 ст. 14 Закона о рынке ценных бумаг, п. 1.5 Положения № 534-П). Регистрация проспекта – административный акт регулятора, включаемый в состав листинга в качестве его предпосылки; альтернативой в установленных законом случаях выступает принятие эмитентом на себя обязанности раскрывать информацию в соответствии с правилами листинга.

Третий элемент – проверка соответствия (экспертная оценка) и решение биржи о включении ценных бумаг в соответствующий раздел списка, принимаемое на основании экспертного заключения департамента листинга в нормативно установленные сроки. По своей природе это корпоративный акт частного субъекта, которому делегирована публичная функция администрирования допуска: биржа проверяет соответствие ценной бумаги и эмитента требованиям регулятора и собственным дополнительным требованиям, которые она вправе устанавливать (п. 2 ст. 14 Закона о рынке ценных бумаг). Показательно, что организатор торговли вправе без объяснения причин отказать в допуске ценных бумаг к организованным торгам или во включении в котировальный список (п. 6 ст. 14 Закона о рынке ценных бумаг) – норма, закрепляющая широкую дискрецию, характерную, скорее, для публичного администрирования, но реализуемую частным субъектом.

Четвертый элемент – договор об оказании услуг листинга, заключаемый между биржей и эмитентом (п. 2.1 ст. 14 Закона о рынке ценных бумаг, п. 1.4 Положения № 534-П). Договор оформляет длящееся обязательственное правоотношение по поддержанию листинга и одновременно легитимирует распространение на эмитента правил листинга в качестве условий обязательства.

Существенно, что законодатель допускает усеченные составы: договор не заключается при листинге федеральных государственных ценных бумаг и облигаций Банка России, при листинге организатором торговли собственных ценных бумаг, а также при включении в некотировальную часть списка бумаг, прошедших листинг у иного организатора торговли (п. 2.1 ст. 14 Закона о рынке ценных бумаг). Более того, в определенных случаях биржа вправе включить ценные бумаги в Третий уровень (некотировальную часть) списка по собственной инициативе – без заявления эмитента (п. 6.6 ст. 6 Правил листинга Московской биржи). Вариативность состава – полного и усеченного – является типичной чертой юридических составов и отражает нормативную дифференциацию правовых режимов допуска ценных бумаг к организованным торгам.

Завершение рассматриваемого состава влечет единый правовой результат – допуск к организованным торгам, который, в свою очередь, выступает конститутивным элементом вторичных юридических составов: с ним связаны возникновение обязанностей эмитента по раскрытию информации, возможность публичного обращения бумаг, приобретение и поддержание публичного статуса акционерного общества, специальные основания делистинга. Внутренняя дифференциация списка – котировальные списки первого (высшего) и второго уровней, являющиеся частью списка (п. 1.2 Положения № 534-П), и его некотировальная часть, а на Московской бирже – три уровня листинга (ст. 5 и приложения 2, 3, 6 Правил листинга Московской биржи) – не меняет природы результата, а градуирует его режим: чем выше уровень, тем строже количественные и качественные требования к сроку существования эмитента, объему и рыночной стоимости акций в свободном обращении, корпоративному управлению и отчетности.

Регулирование листинга в Специальном административном районе (САР) Гонконг построено по трехуровневой модели (three-tier regulatory framework): Правительство САР, принимающее первичное законодательство, Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам (Securities and Futures Commission, далее – SFC) как государственный регулятор и Фондовая биржа Гонконга (The Stock Exchange of Hong Kong Limited, далее – SEHK; входит в группу HKEX) как оператор рынка. Вершину иерархии источников занимает Ордонанс о ценных бумагах и фьючерсах (Securities and Futures Ordinance, Cap. 571; далее – SFO), часть V которого регулирует допуск ценных бумаг к торгам и придает биржевым правилам обязательную силу, в том числе посредством процедуры двойной подачи документов (dual filing): заявка на листинг, подаваемая на биржу, считается одновременно поданной регулятору, который вправе возразить против допуска. Кроме того, на уровне первичного законодательства действуют Ордонанс о компаниях (ликвидация и прочие положения) (Cap. 32), устанавливающий требования к проспекту эмиссии, гражданскую, а также уголовную ответственность за недостоверные сведения в упомянутом проспекте, и Ордонанс о компаниях (Cap. 622), закрепляющий обязанности директоров, случаи запрета листинга частной компании. Подзаконный уровень представлен Правилами о листинге на фондовом рынке (Cap. 571V), принятыми SFC и определяющими порядок подачи заявок на биржу, а также полномочия регулятора по приостановлению торгов и отмене листинга в целях защиты инвесторов.

Непосредственные критерии допуска – количественные и качественные – содержатся в Правилах листинга Главной площадки (Main Board Listing Rules) и Правилах листинга площадки GEM (GEM Listing Rules), принимаемых биржей при одобрении и под надзором SFC. Юридическая природа этих правил составляет предмет длительной доктринальной дискуссии. Формально правила листинга являются договорными условиями, принимаемыми эмитентом при допуске, и силой закона не обладают. Вместе с тем в силу SFO они подлежат обязательному согласованию с государственным регулятором, а их нарушение влечет как дисциплинарные меры биржи (вплоть до делистинга), так и последствия гражданско-правового характера, что позволило исследователям характеризовать их как акты квазинормативного свойства. Двойственность правил листинга – договорных по форме и нормативных по функции – сама по себе демонстрирует смешанную природу института допуска; она усиливается тем, что биржа совмещает коммерческий интерес оператора рынка с публичной функцией фильтрации доступа, порождая известную доктрине дихотомию коммерческого успеха биржи и публичного интереса инвесторов.

Юридический состав листинга в Гонконге включает: во-первых, заявление эмитента (listing application), подаваемое на биржу и в силу механизма dual filing одновременно поступающее регулятору (SFC); во-вторых, проспект эмиссии, зарегистрированный по правилам Cap. 32, с сопутствующей статутной ответственностью за его недостоверность; в-третьих, обязательное участие спонсора (sponsor) – лицензированного посредника, несущего собственные обязанности должной проверки (due diligence) заявителя, существенно ужесточенные реформой регулирования спонсоров; в-четвертых, решение Листингового комитета (Listing Committee) биржи о допуске; в-пятых, отсутствие возражений SFC; в-шестых, принятие

эмитентом договорных обязательств перед биржей соблюдать правила листинга. Правовой результат аналогичен российскому: допуск бумаг к торгам на соответствующей площадке с возникновением длящегося режима непрерывных обязательств (continuing obligations) по раскрытию информации и корпоративному управлению. Дифференциация площадок – Main Board с максимальными требованиями к капитализации и финансовым показателям и GEM с облегченными финансовыми критериями для растущих компаний, но строгими требованиями к раскрытию – функционально сопоставима с многоуровневой структурой российского списка. Развитие режима допуска (введение листинга компаний со структурами неравных прав голоса (dual-class share structures), биотехнологических и специализированных технологических компаний) осуществляется биржей в консультационном порядке под контролем SFC; при этом контроль распространяется и на обходные каналы допуска: практика обратных поглощений (reverse mergers) как способа получения листинга в обход полного состава стала предметом специального ограничительного регулирования.

Особенностью гонконгской модели является прецедентный элемент регулирования, непосредственно достраивающий содержание института. Так, в деле Securities and Futures Commission v Tiger Asia Management LLC Высший апелляционный суд Гонконга подтвердил право регулятора самостоятельно обращаться в суд за защитными ордерами и компенсациями для инвесторов по ст. 213 SFO без предварительного решения уголовного суда или Трибунала по рыночным правонарушениям. В деле Securities and Futures Commission v Hontex International Holdings Company Limited впервые была реализована реституционная модель защиты инвесторов при первичном размещении: эмитенту, указавшему недостоверные финансовые сведения в предлистинговом проспекте, пришлось возвратить инвесторам посредством выкупа акций более 1 млрд гонконгских долларов. Пределы судебного контроля дискреции биржи очерчены в деле China Trends Holdings Ltd v Stock Exchange of Hong Kong Ltd: Апелляционный суд Гонконга подтвердил правомерность решения Комитета по пересмотру листинга в отношении компании, не поддерживавшей достаточный уровень операционной деятельности и материальных активов достаточной стоимости (правило 17.26 Правил листинга GEM), и признал широкую дискрецию биржи в коммерческих оценках эмитентов.

Проведенный анализ позволяет зафиксировать общие юридические характеристики листинга в сопоставляемых правопорядках.

Во-первых, тождественна базовая юридическая конструкция: листинг в обеих юрисдикциях есть включение ценной бумаги в ведущийся биржей список, а правовой результат – допуск к организованным торгам с возникновением специального длящегося режима публичного обращения.

Во-вторых, в обоих правопорядках допуск опосредуется многоэлементным накопительным юридическим составом, объединяющим факты различной отраслевой природы: частноправовое волеизъявление эмитента; публично-правовые контрольные акты (регистрация проспекта Банком России – регистрация проспекта по Cap. 32 и двойная подача документов в SFC); решение биржи; договорный элемент (договор об оказании услуг листинга – принятие обязательств по правилам листинга). Нормативно задана и последовательность накопления: заявление, рассмотрение и проверка, решение, договорное оформление.

В-третьих, совпадает институциональное положение биржи: и Московская биржа, и SEHK – частные коммерческие организации, которым делегирована публичная функция администрирования допуска к торгам, и правила которых санкционируются государственным регулятором (регистрация правил листинга в Банке России – одобрение правил листинга Комиссией SFC в Гонконге). Обе модели признают широкую дискрецию биржи: российский закон прямо допускает немотивированный отказ в допуске, а гонконгские суды воздерживаются от вмешательства в оценочные решения биржи, ограничиваясь контролем соблюдения процедуры.

В-четвертых, обе юрисдикции используют многоуровневую дифференциацию допуска (котировальные списки первого и второго уровней и некотировальная часть в России – Main Board и GEM в Гонконге), градуирующую требования к эмитентам и, соответственно, инвестиционное качество сегментов рынка.

Различия между сопоставляемыми моделями обусловлены принадлежностью к разным правовым семьям и организационными особенностями надзора.

Первое различие касается места правил листинга в системе источников права. В России правила биржи встроены в нормативную вертикаль: они регистрируются Банком России, не могут противоречить закону и нормативным актам регулятора, и в этом смысле фактически примыкают к системе подзаконного регулирования. Вместе с тем формально правила листинга остаются внутренними документами организатора торговли: их обязательность для конкретного эмитента опирается на договорное основание, санкционированное законом, а не на нормативный правовой акт как таковой. В Гонконге правила листинга формально остаются договорными условиями, не имеющими силы закона; их обязательность обеспечивается сочетанием договорного механизма, статутной санкции SFO и дисциплинарной власти биржи, что и породило их квалификацию в качестве квазинормативных актов.

Второе различие – модель надзора. Российская модель предполагает единого мегарегулятора (Банк России), концентрирующего нормотворчество и надзор; гонконгская – дуализм биржи и SFC с распределением ролей, при котором биржа выступает регулятором «первой линии», а SFC – статутным контролером с правом возражения против допуска и самостоятельными процессуальными полномочиями по ст. 213 SFO.

Третье различие – роль суда. В Гонконге прецеденты непосредственно формируют правовой институт: определяют объем полномочий регулятора, стандарты достоверности проспекта и реституционные последствия их нарушения, пределы контроля дискреции биржи и стандарты поведения директоров листинговых компаний. В России содержание юридического института практически полностью задается нормативными актами, а судебная практика по спорам об отказе в листинге фрагментарна, что отчасти объясняется законодательным закреплением немотивированного отказа.

Четвертое различие – субъектный состав: предусмотренный нормативными правовыми актами Гонконга обязательный институт спонсора, несущего самостоятельные обязанности проверки заявителя и собственную ответственность, не имеет прямого аналога в российском нормировании листинга. Отдельные функции гонконгского спонсора в России выполняются андеррайтерами (организаторами размещения) и реализуются в рамках биржевой проверки, однако за пределами юридического состава допуска; при этом андеррайтеры не несут сопоставимого объема личной ответственности за достоверность проспекта ценных бумаг, что снижает компенсаторный потенциал российской модели.

Проведенное сопоставление позволяет сформулировать вывод о правовой природе листинга ценных бумаг. Листинг не может быть сведен ни к гражданско-правовой сделке (договор – лишь один из его элементов, притом не всегда обязательный), ни к административному акту (решение о допуске принимает частный субъект, а не орган публичной власти), ни к процедуре как сугубо организационной категории, лишенной материально-правового содержания. Листинг представляет собой накопительный юридический состав смешанной частно-публичной природы: частноправовые элементы (волеизъявление эмитента, договор об оказании услуг листинга) соединяются в нем с публично-правовыми (регистрация проспекта, контроль и санкционирование со стороны регулятора), а также с решением биржи – частного субъекта, осуществляющего делегированное публичное администрирование допуска ценных бумаг к торгам в пределах нормативно признанной дискреции. Завершение состава влечет единый правовой результат – допуск ценных бумаг к организованным торгам, порождающий специальный правовой режим их публичного обращения и выступающий, в свою очередь, конститутивным элементом вторичных юридических составов.

Сравнение законодательства России и Гонконга демонстрирует функциональную эквивалентность составов листинга при существенном различии юридико-технических средств их закрепления: континентальная нормативная вертикаль и договорно-прецедентная модель общего права приводят к структурно совпадающему набору элементов и тождественному правовому результату. Это позволяет утверждать, что смешанная частно-публичная природа листинга носит универсальный характер и предопределяется самой функцией института – фильтрацией доступа финансовых инструментов к неограниченному кругу инвесторов, – а не особенностями конкретной правовой семьи.

Практическое значение предложенной квалификации состоит в следующем. Во-первых, она позволяет корректно определять момент наступления правовых последствий: до завершения состава

допуск отсутствует, однако незавершенный состав порождает состояние связанности, в частности обязанность биржи рассмотреть заявление в установленный срок. Во-вторых, вариативность состава – усеченные составы без договора или без заявления эмитента – получает объяснение как нормативная дифференциация режимов допуска, а не как аномалия. В-третьих, признание дискреционного характера решения биржи задает пределы его судебного контроля: проверке подлежит соблюдение порядка накопления состава, но не целесообразность коммерческой оценки эмитента, что подтверждается и гонконгской судебной практикой, и логикой п. 6 ст. 14 российского Закона о рынке ценных бумаг. Наконец, сравнительный материал очерчивает направления возможного развития российского регулирования: институционализация фигуры, функционально аналогичной спонсору по законодательству Гонконга (например, путем наделения андеррайтеров или финансовых консультантов самостоятельными обязанностями должной проверки заявителя и личной ответственностью за достоверность проспекта ценных бумаг), и развитие реституционных механизмов защиты инвесторов при недостоверности проспекта способны усилить компенсаторную составляющую российской модели без изменения ее структурных основ.

Литература

1. Бондаревская М.В. Правовая природа первичного публичного размещения ценных бумаг (IPO) / М.В. Бондаревская // Законодательство. 2014. № 12. С. 16 – 24.
2. Габов А.В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка / А.В. Габов. М.: Статут, 2011. 1104 с.
3. Исаков В.Б. Фактический состав в механизме правового регулирования / В.Б. Исаков. Саратов: Издательство Саратовского университета, 1980. 128 с.
4. Красавчиков О.А. Юридические факты в советском гражданском праве / О.А. Красавчиков. М.: Госюриздат, 1958. 183 с.
5. Темирплатов С.Р. Порядок осуществления листинга и делистинга ценных бумаг / С.Р. Темирплатов // СПС «КонсультантПлюс». 2026. (дата обращения: 06.08.2026).
6. Шевченко О.М. Правовое регулирование деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг: новации российского законодательства и актуальные проблемы: монография / О.М. Шевченко. М.: Проспект, 2015. 344 с.
7. Arner D.W., Donald D., Goo S.H., Hu W.R., Lin C., Michael B.E., Song F.M., Tong W., Xu C., Wojcik D., Zhao S.X. Assessing Hong Kong as an International Financial Centre, First Report of the Hong Kong Research Grants Council Theme-based Research Scheme Project: Enhancing Hong Kong's Future as a Leading International Financial Centre / D.W. Arner, D. Donald, S.H. Goo, W.R. Hu, C. Lin, B.E. Michael, F.M. Song, W. Tong, C. Xu, D. Wojcik, S.X. Zhao // SSRN. 2014. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2427609 (дата обращения: 06.07.2026).
8. Chan Gordon Y.M. Understanding the Enforcement Strategy for Regulating the Listing Market of Hong Kong / Gordon Y.M. Chan // SSRN. 2014. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2375168 (дата обращения: 06.08.2026).
9. Donald David C., Cheuk Paul W.H. Hong Kong's Public Enforcement Model of Investor Protection / David C. Donald, Paul W.H. Cheuk // Asian Journal of Law and Society, 4 (2017), pp. 349 – 385. URL: https://www.cambridge.org/core/journals/asian-journal-of-law-and-society/article/hong-kongs-public-enforcement-model-of-investor-protection/289DF966451CEB878482F0CF845F0AC9 (дата обращения: 10.08.2026).
10. Huang R.H., Zhang W., Lee K.S.C. The (Re)introduction of Dual-Class Share Structures in Hong Kong: A Historical and Comparative Analysis / R.H. Huang, W. Zhang, K.S.C. Lee // SSRN. 2018. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3245885 (дата обращения: 06.07.2026).
11. Johnstone S., Da Roza A., Davis N. IPO Sponsors and Prospectus Liability: The Bridge Too Far? / S. Johnstone, A. Da Roza, N. Davis // SSRN. 2016. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2803793 (дата обращения: 06.08.2026).
12. Johnstone S., Davis N., Arner D.W. Moving Forward on Listing Reform / S. Johnstone, N. Davis, D.W. Arner // SSRN. 2017. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3057959 (дата обращения: 06.07.2026).
13. Lin W., Andrikopoulos P., Zhao J. A shadowed legal transplantation takeover defence regulations in China / W. Lin, P. Andrikopoulos, J. Zhao // Journal of Business Law, 1 (2021), pp. 30 – 49. URL: https://centaur.reading.ac.uk/110603/1/A%20shadowed%20legal%20transplantation%20takeover%20defence%20regulations%20in%20China.pdf (дата обращения: 06.07.2026).
14. Low C.K. Submission on the Statutory Backing of Listing Rules // SFC. 2001. URL: https://www.sfc.hk/web/files/CF/pdf/LR-CCP-CatA/S0009.pdf (дата обращения: 10.08.2026).

On the legal nature of securities listing: the example of Russian and Hong Kong legislation

Maksimkin Ya.A.

Samara National Research University

This article examines the legal nature of securities listing based on a comparison of the legislation of Russia and Hong Kong. Listing is considered as a legal (factual) composition, i.e. a system of sequentially accumulated legal facts of different branch nature, the completion of which entails a single legal result: the admission of securities to organized trading and the emergence of a special legal regime for their public circulation. It has been established that in both jurisdictions the composition of listing combines the expression of the issuer's will, control and supervisory acts of a public nature, the decision of the exchange and a contractual element, while the exchange acts as a private entity performing a delegated public regulatory function of administering admission under the control of the state regulator. The differences stemming from the belonging of the legal orders to different legal families are determined: the place of listing rules in the system of sources of law, the mechanism for giving them binding force, the role of judicial precedent and the model of interaction between the exchange and the regulator. As a result of the study, the author comes to the conclusion about the mixed private-public nature of listing as a cumulative legal (factual) composition with an element of administrative discretion of the trading venue operator, which is functionally equivalent in the compared legal orders despite the difference in the legal and technical means of its consolidation.

Keywords: securities listing, legal (factual) composition, admission to organized trading, trading venue operator, quotation list, listing rules, stock exchange, securities market, Hong Kong, comparative law.

References

1. Bondarevskaya M.V. Pravovaya priroda pervichnogo publichnogo razmeshcheniya tsennykh bumag (IPO) [The Legal Nature of the Initial Public Offering of Securities (IPO)] / M.V. Bondarevskaya // Zakonodatelstvo – Legislation. 2014. № 12. S. 16 – 24.
2. Gabov A.V. Tsenniye bumagi: voprosy teorii i pravovogo regulirovaniya rynka [Securities: Issues of Theory and Legal Regulation of the Market] / A.V. Gabov. Moscow: Statut, 2011. 1104 s.
3. Isakov V.B. Fakticheskiy sostav v mekhanizme pravovogo regulirovaniya [The Factual Composition in the Mechanism of Legal Regulation] / V.B. Isakov. Saratov: Izdatelstvo Saratovskogo universiteta, 1980. 128 s.
4. Krasavchikov O.A. Yuridicheskie fakty v sovetskom grazhdanskom prave [Juridical Facts in Soviet Civil Law] / O.A. Krasavchikov. Moscow: Gosyurizdat, 1958. 183 s.
5. Temirplatov S.R. Poryadok osushchestvleniya listinga i delistinga tsennykh bumag [The Procedure for the Listing and Delisting of Securities] / S.R. Temirplatov // SPS «KonsultantPlyus». 2026. (date of access: 06.08.2026).
6. Shevchenko O.M. Pravovoe regulirovanie deyatelnosti po organizatsii torgovli na rynke tsennykh bumag: novatsii rossiyskogo zakonodatelstva i aktualniye problemy: monografiya [Legal Regulation of Trade Organization Activities in the Securities Market: Innovations of the Russian Legislation and Current Problems: monograph] / O.M. Shevchenko. Moscow: Prospekt, 2015. 344 s.
7. Arner D.W., Donald D., Goo S.H., Hu W.R., Lin C., Michael B.E., Song F.M., Tong W., Xu C., Wojcik D., Zhao S.X. Assessing Hong Kong as an International Financial Centre, First Report of the Hong Kong Research Grants Council Theme-based Research Scheme Project: Enhancing Hong Kong's Future as a Leading International Financial Centre / D.W. Arner, D. Donald, S.H. Goo, W.R. Hu, C. Lin, B.E. Michael, F.M. Song, W. Tong, C. Xu, D. Wojcik, S.X. Zhao // SSRN. 2014. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2427609 (date of access: 06.07.2026).
8. Chan Gordon Y.M. Understanding the Enforcement Strategy for Regulating the Listing Market of Hong Kong / Gordon Y.M. Chan // SSRN. 2014. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2375168 (date of access: 06.08.2026).
9. Donald David C., Cheuk Paul W.H. Hong Kong's Public Enforcement Model of Investor Protection / David C. Donald, Paul W.H. Cheuk // Asian Journal of Law and Society, 4 (2017), pp. 349 – 385. URL: https://www.cambridge.org/core/journals/asian-journal-of-law-and-society/article/hong-kongs-public-enforcement-model-of-investor-protection/289DF966451CEB878482F0CF845F0AC9 (date of access: 10.08.2026).
10. Huang R.H., Zhang W., Lee K.S.C. The (Re)introduction of Dual-Class Share Structures in Hong Kong: A Historical and Comparative Analysis / R.H. Huang, W. Zhang, K.S.C. Lee // SSRN. 2018. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3245885 (date of access: 06.07.2026).
11. Johnstone S., Da Roza A., Davis N. IPO Sponsors and Prospectus Liability: The Bridge Too Far? / S. Johnstone, A. Da Roza, N. Davis // SSRN. 2016. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2803793 (date of access: 06.08.2026).