

## ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ ЕВРОПЕЙСКИХ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ

© 2012 К.А. Зимарин

кандидат экономических наук

ВТБ групп

E-mail: OET2004@yandex.ru

Рассматриваются важнейшие направления развития фондовых рынков в Европейском союзе. Основное внимание уделено периоду после введения единой европейской валюты евро. Автором обосновывается вывод, что стабильность и устойчивость дальнейшего развития фондовых рынков ЕС будет зависеть от порядка регулирования этих рынков и от результатов унификации регулирующих положений в национальных законодательствах.

*Ключевые слова:* Европейский союз, еврозона, фондовый рынок, ценные бумаги.

Прежде всего, следует отметить, что в период, предшествующий введению единой европейской валюты, инфраструктура для осуществления торговли, клиринга и расчетов в странах Европы формировалась, в первую очередь, под требования местных рынков, поэтому с появлением единой валюты евро возникла необходимость в выработке общих принципов, механизмов и стандартов. Переход к евро стал главным катализатором усилий по реформированию, оптимизации и интеграции инфраструктуры рынка ценных бумаг в еврозоне. Это должно снизить стоимость транзакций, расширить возможности для диверсификации, обеспечить эффективное размещение капиталов, предоставить участникам рынка новые инвестиционные и коммерческие возможности.

Изменения, происходящие на фондовых рынках, в частности на рынках еврооблигаций, осуществляются в координации между всеми странами ЕС. Вместе с тем основные направления формирования финансового рынка Европы во многом зависят от Германии, как одного из европейских экономических лидеров. Существенное влияние на ход этого процесса оказывает германская модель универсального банка, отличительными чертами которой являются преобладание банковского кредитования и эмиссии долговых ценных бумаг в качестве источников финансирования реального сектора, а также значительные размеры участия банков в капитале промышленных предприятий. В связи с этим при рассмотрении ключевых векторов развития европейского рынка ценных бумаг представляется целесообразным особое внимание уделять процессам, происходящим в Германии.

Так, с января 2002 г. в Германии вступил в действие заметно укрепивший позиции страны на международных рынках Закон о покупке и передаче ценных бумаг. Закон регулирует покупку и передачу ценных бумаг, а также обязательств по ценным бумагам. Положения Закона распространяются на национальные компании, акции которых участвуют в торгах на биржах Германии или любом рынке стран ЕС. В феврале этого же года был введен Закон о прозрачности и правилах публикации отчетности, а также разработан Кодекс корпоративного управления, устанавливающий правила поведения, принятые на международных рынках, что способствовало повышению доверия к компаниям со стороны инвесторов, большей открытости в управлении компаниями. Во всех перечисленных действиях с очевидностью просматривается тенденция приведения норм регулирования рынка ценных бумаг ЕС в соответствие с международными правилами, без чего в эпоху глобализации фондовых и финансовых отношений затруднено эффективное развитие национальных и региональных рынков.

В мае 2002 г. в Германии был создан единый орган контроля над всем финансовым рынком - Федеральное управление по надзору за финансовыми услугами, что позволило консолидировать усилия надзорных структур и интегрировать систему контроля над различными секторами финансового рынка.

В 2003 г. была принята государственная Программа по улучшению финансовой ситуации в Германии, где в перечне важнейших вопросов выделены: завершение пенсионной реформы, защита прав и интересов инвесторов, обеспечение дос-

тупа к капиталу малым и средним фирмам. Постепенно было завершено формирование принципов и методов гарантирования прав держателей ценных бумаг, чтобы не ущемлялись интересы как крупных акционеров, так и обладателей небольших пакетов ценных бумаг.

Кроме того, на Немецкой бирже была введена трансевропейская система параллельных рынков (Euro Neuer Markt) для доступа на рынок малых и средних компаний. Система позволяла проводить займы с помощью эмиссии акций, прежде всего, имеющим венчурный характер фирмам, функционирующим в сфере телекоммуникаций, мультимедиа, электронных методов обработки информации. Для выхода на этот рынок необходимо было соблюдение ряда условий, а именно: объем выпуска акций должен быть не менее 1,5 млн. евро, портфель ценных бумаг диверсифицирован не менее чем на 20 %, акции должны быть обыкновенными. От компании требовалось выпустить проспект эмиссии в соответствии с Международным стандартом бухгалтерского учета (IAS) или Общепринятыми принципами бухгалтерского учета (GAAP)<sup>1</sup>.

Важной составляющей германского рынка акций является система индексов. Главный фондовый индекс Германии Dax (от Deutscher Aktienindex, индекс курсов немецких акций) характеризует общее состояние экономики Германии, учитывая 30 основных ценных бумаг ("голубых фишек") ведущего сегмента с наивысшими объемами продаж. Dax в значительной мере отражает производственную структуру немецкой экономики, представляет около 60 % капитала, допущенного к котировке на германских биржах<sup>2</sup>. Процентное участие в DAX той или иной компании зависит от размера ее основного капитала. Чем больше размер капитала, тем больше процент участия в индексе.

Наряду с DAX на фондовых рынках Германии используются и другие индексы. В частности, TecDAX отображает показатели 30 наиболее ликвидных акций высокотехнологичных компаний, MDAX представляет собой индекс акций 50 крупнейших предприятий традиционных отраслей промышленности, SDAX является индексом акций 50 компаний ведущего сегмента, уступающим по показателям ликвидности компаниям, входящим в MDAX. 30 акций DAX, 50 акций MDAX, 30 акций TecDAX вместе формируют HDAX. Новый индекс Midcap Market Index, вклю-

чающий в себя акции MDAX и TecDAX, показывает котировки акций компаний среднего уровня капитализации ведущего сегмента.

Необходимо подчеркнуть, что в последние годы под воздействием введения евро и интеграционных процессов в Европе на европейском рынке производных ценных бумаг и облигаций наблюдается заметная консолидация. В период, предшествующий введению единой валюты, инфраструктура для осуществления торговли, клиринга и расчетов формировалась, в первую очередь, под требования местных рынков, поэтому с появлением евро возникла необходимость в выработке единых принципов, механизмов и стандартов.

Процессы консолидации трейдинговых и расчетно-клиринговых инфраструктур в еврозоне проходят в двух основных формах: горизонтальной и вертикальной консолидации. Горизонтальная консолидация сопровождается объединением операций в рамках одного уровня деятельности, будь то трейдинг, клиринг или расчеты, в то время как вертикальная охватывает разные уровни деятельности и объединяет различные виды операций. К примеру, на фондовом рынке горизонтальная консолидация осуществляется путем слияний и поглощений между местными фондовыми биржами, что зачастую сопровождается акционированием и листингом самих бирж. В рамках вертикальной консолидации фондовые рынки объединяют как трейдинговые, так и посттрейдинговые операции, что дает биржам возможность укрепить контроль над всей торговой цепочкой и снизить операционные издержки.

Консолидация инфраструктуры осуществляется на трех уровнях: национальном, европейском и трансатлантическом. На национальном уровне процессы слияния региональных бирж начались задолго до введения евро. Так, немецкая Deutsche Borse была образована в 1992 г. в результате слияния восьми региональных фондовых бирж. В Испании четыре региональные биржи Barcelona, Bilbao, Madrid и Valencia действуют с 1999 г. под единым брендом "Bolsas y Mercados Espanoles" (BME).

Начало консолидации на европейском уровне стало логическим продолжением соответствующих процессов, протекавших на уровне отдельных стран. В частности, в 1998 г. появилась крупнейшая в Европе биржа по торговле деривативами - Eurex. Она была образована и продолжает

управляться двумя европейскими биржевыми группами Deutsche Borse и SIX Swiss Exchange. В 2000 г. в результате слияния бирж Амстердама, Брюсселя и Парижа была создана площадка Euronext. Euronext затем приобрела Лондонскую международную биржу финансовых фьючерсов и опционов LIFFE, а в 2002 г. объединилась с португальской BVLP. Еще одним характерным примером консолидации на европейском уровне является слияние итальянской Borsa Italiana с лондонской фондовой биржей LSE, состоявшееся в октябре 2007 г.

Процесс трансатлантической консолидации был запущен в апреле 2007 г. с созданием холдинговой компании NYSE Euronext, объединившей нью-йоркскую группу NYSE и европейскую Euronext. Благодаря этому слиянию под эгидой NYSE Euronext оказалось шесть акционерных площадок в пяти странах мира и шесть бирж деривативов.

Таким образом, в результате консолидации в европейской трейдинговой индустрии сформировалось несколько крупных трансграничных структур и ряд национальных бирж. При этом, несмотря на сохраняющуюся пока определенную фрагментарность финансового рынка еврозоны, основная часть денежного оборота приходится на крупнейшие площадки (см. рисунок)<sup>3</sup>.

теграционных процессов и оптимизацию работы рынков ценных бумаг. Так, в 2001 г. специальная консультативная группа банковских экспертов составила доклад о ситуации в области трансграничного клиринга и расчетов, в котором выявила 15 барьеров, препятствующих созданию эффективной среды для расчетно-клиринговой деятельности в еврозоне. Список барьеров получил название “барьеры Джованнини” (Giovannini barriers). Они связаны с определенными техническими стандартами, правовыми аспектами, а также с различиями в налоговых процедурах. В частности, среди препятствий для дальнейшей интеграции расчетно-клиринговой инфраструктуры в рамках еврозоны назывались местные различия в применяемых информационных технологиях, разное понимание прав собственности в странах ЕС, несовпадения в продолжительности расчетных циклов, разные операционные часы. Во втором докладе Джованнини, опубликованном в 2003 г., была предложена стратегия по устранению этих барьеров.

В ноябре 2006 г. европейские ассоциации, объединившие представителей фондовых рынков и посттрейдинговой инфраструктуры, подписали так называемый “Кодекс поведения” (Code of Conduct). Он направлен на расширение конкуренции и повышение эффективности расчетно-кли-

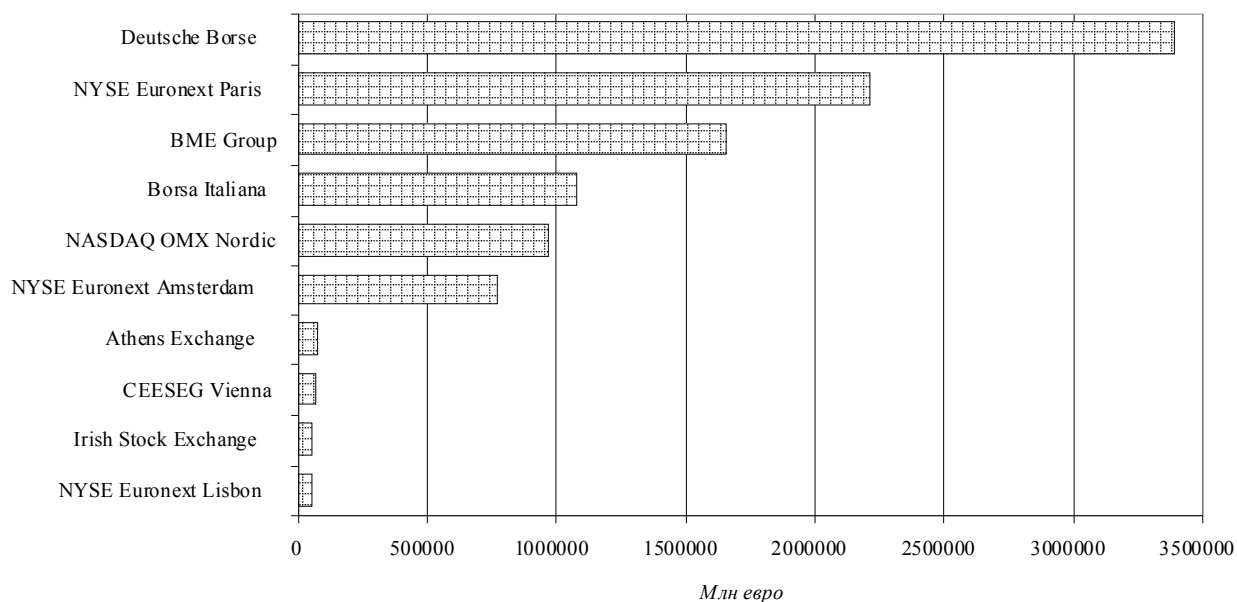


Рис. Объем торгов по акциям на основных биржах в еврозоне, декабрь 2008 г.

Источник: ЕЦБ.

Важно отметить, что в последние годы в еврозоне было осуществлено несколько инициатив, направленных на дальнейшее ускорение ин-

теграционной деятельности в ЕС посредством обеспечения прозрачности цен и услуг, эффективных прав доступа и операционной совместимости фон-

довых рынков, центральных контрагентов и центральных депозитариев.

В 2006 г. началось изучение возможностей создания трансграничной системы расчета по сделкам, предметом которых являются ценные бумаги, деноминированные в евро. В результате появился масштабный европейский проект - T2S (TARGET2-Securities), который должен стать эквивалентом системы TARGET2 в области расчетов по ценным бумагам. Планируется, что система T2S будет запущена в действие в 2014 г. и станет мультивалютной технической платформой, используемой центральными депозитариями для расчетов по сделкам с ценными бумагами. Запуск T2S позволит снизить операционные издержки за счет объединения рынков и создания вместе с другими механизмами Евросистемы - TARGET2 и CCBM2 - единой инфраструктуры.

Важно подчеркнуть, что платежные системы в их широком понимании, включающем всю рыночную инфраструктуру для осуществления платежей, торговли ценными бумагами и деривативами, являются, наряду с рынками и финансовыми институтами, одним из трех основных элементов финансовой системы ЕС. На современном этапе развития экономики ее функционирование практически невозможно без эффективной и надежной работы платежных систем.

Следует отметить, что в последнее время значение рыночной инфраструктуры для осуществления платежей и торговли финансовыми инструментами в ЕС существенно возросло, как благодаря небывалому росту объемов финансовых транзакций, так и благодаря большому количеству инноваций и усовершенствований в области информационно-коммуникационных технологий. Платежные и расчетно-клиринговые системы являются одним из самых динамично развивающихся компонентов европейской финансовой системы. За короткое время они заметно эволюционировали и, безусловно, претерпят еще немало изменений в ближайшем будущем.

В частности, значительный прогресс был достигнут в сфере создания более безопасных и эффективных систем клиринга и расчетов с ценными бумагами. Современные системы расчетов с ценными бумагам предлагают механизмы на основе принципа "поставок против платежа" (delivery-versus-payment), способствуют эффективному управлению залоговым обеспечением, а в сделках с иностранной валютой все чаще ис-

пользуют принцип "платеж против платежа" (payment-versus-payment). Распространение данных механизмов содействует повышению стабильности и предсказуемости платежных рынков, устранению ряда системных рисков.

В то же время интенсивное развитие международных торговых связей, усиливающаяся интеграция фондовых рынков (включая глобальный рынок деривативов) и огромные объемы финансовых потоков способствовали росту спроса на механизмы, обеспечивающие осуществление трансграничных платежей, что, в свою очередь, создало определенные проблемы, касающиеся принципов функционирования всей системы платежей и предупреждения новых возможных рисков. В связи с этим неизбежно возникает вопрос о повышении ответственности участников рынка и о необходимости выработки более эффективных механизмов, позволяющих контролировать рыночные процессы.

Помимо технологических нововведений, характерной чертой нынешнего этапа развития фондовых рынков Европы является распространение единых стандартов, сыгравших важную роль в реформировании платежной инфраструктуры. Разработка соответствующих стандартов в области безопасности и технологий позволила добиться большей совместимости платежных систем, облегчить взаимодействие между ними, заметно увеличить их доступность за счет создания межбанковских сетей.

Благодаря быстрому развитию международной торговли и финансов широкое распространение в последнее десятилетие получили трансграничные платежи. Все более значимое место на этом рынке занимают крупные международные игроки, добивающиеся доступа к банковским системам других стран. Наблюдается тенденция к расширению иностранного участия в национальных платежных системах и на национальных финансовых рынках. Активно налаживается взаимодействие между платежными системами различных стран и валютных зон.

В сфере использования платежных продуктов одной из наиболее важных долгосрочных тенденций за последние два десятилетия стал отход потребительского рынка от наличных инструментов. Происходит их постепенная замена на безналичные платежные средства, в частности, платежные карты. Наблюдается значительный рост электронных и автоматизированных методов об-

работки платежей на рынке в целом. Традиционные способы коммуникаций были практически полностью вытеснены услугами на основе интернет-протоколов, которые предоставляют более широкие сетевые возможности, обеспечивают универсальность, гибкость и простоту в использовании с наименьшими издержками. Благодаря развитию новых технологий, существенно возросло использование интернет-услуг, дающих возможность осуществлять платежи независимо от местонахождения и времени. Появились новые инструменты для проведения платежей с помощью мобильных сетей и других информационно-коммуникационных технологий.

В заключение следует отметить, что, поскольку интенсивное развитие международных торговых связей, усиливающаяся интеграция финансовых рынков (включая глобальный рынок деривативов) и огромные объемы финансовых потоков способствовали росту спроса на механизмы, обеспечивающие осуществление трансграничных платежей, это создало определенные проблемы, касающиеся принципов функционирования всей системы платежей и предупреждения новых возможных рисков. В связи с этим неиз-

бежно возникает вопрос о повышении ответственности участников рынка и необходимости выработки более эффективных механизмов, позволяющих контролировать рыночные процессы. Стабильность и устойчивость дальнейшего развития фондовых рынков ЕС не в последнюю очередь будет зависеть от порядка регулирования этих рынков, от того, насколько успешно будет происходить унификация регулирующих положений национальных законодательств, различных правил и предписаний, действующих в европейских государствах. Кроме того, одним из факторов роста эффективности функционирования фондовых рынков ЕС является процесс стандартизации и повышения прозрачности в бухгалтерской отчетности для корпоративных и других негосударственных эмитентов, действующих на рынке международных займов, приведение этой отчетности в соответствие с международными стандартами.

<sup>1</sup> Блехмантович М. Успех на бирже. СПб., 2008. С. 185-186.

<sup>2</sup> DAI-Factbok, 2001. 2002. Stand-Februar. P. 4-5.

<sup>3</sup> URL: [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

*Поступила в редакцию 06.06.2012 г.*