

**Б.Б.Рубцов**

**Финансовый рынок Германии** (опубликовано в ж. «Портфельный инвестор» №7-8 2008)

По величине ВВП, объему экспорта, трудовым ресурсам ФРГ занимает лидирующие позиции в Европейском Союзе. Однако по масштабам финансового рынка Германия по многим позициям уступает Великобритании и Франции. Традиционно после Второй мировой войны по сравнению с англосаксонскими странами за счет выпуска акций в Германии финансировалась заметно более низкая доля капиталовложений, а по отношению капитализации к ВВП ФРГ в два с лишним раза уступает США и в пять раз - Великобритании. Ценными бумагами владеет меньшая доля населения, чем в англосаксонских странах. Совсем невелик рынок облигаций нефинансовых компаний.

Эта специфика объясняется особой ролью банков в экономике страны. Они удовлетворяют большую часть потребностей крупных предприятий в долгосрочном капитале. Финансовый сектор Германии являет собой образец финансовой системы, "основанной на банках" (bank-based).

В 90-е годы проблема недостаточного развития рынка ценных бумаг, его отставания от конкурентов приобрела приоритетный характер для правительства страны. С его участием и поддержкой была разработана общенациональная стратегия развития финансовых рынков под названием "Финансовая площадка Германия" (Finanzplatz Deutschland), и по ряду показателей Германия заметно усилила свои позиции в Европе и мире, в частности, в области торговли производными финансовыми инструментами. Тем не менее, амбициозная цель перехватить лидерство у Лондона как международного финансового центра реализована не была.

### **Особенности рынка акций**

По сравнению с другими развитыми странами, количество акционерных обществ, чьи акции торгуются на рынке, в Германии невелико. В расчете на миллион жителей в ФРГ на рынке присутствуют (декабрь 2007 г.) акции всего 9 торгуемых акционерных обществ (Aktiengesellschaft – AG), в то время как в США 17 (29 в 1999 г.), в Англии 43, Австралии 91 и Канаде 118<sup>1</sup>. Общее количество торгуемых на биржах национальных эмитентов акций в Германии равно 761 (декабрь 2007 г.)<sup>2</sup>. Наиболее распространенной формой организации предприятия в Германии является общество с ограниченной ответственностью (Gesellschaft mit beschränkter Haftung – GmbH), которое по определению не может выпускать акции.

---

<sup>1</sup> В России – 2.

<sup>2</sup> В данном случае речь идет только о листинговых акциях Deutsche Boerse (входящих в котировальные листы биржи). Общее количество национальных эмитентов акций, торгуемых на биржах (включая внесписочные акции) в Германии превышает 1000. Общее количество акционерных обществ в Германии – примерно 15 тыс.

Традиционно большинство акций в Германии - предъявительские (inhaberaktien). Именные (namensaktien) акции в прошлом выпускались редко. Исключение составляли лишь акции страховых компаний, которые по закону обязаны были выпускать только именные акции. Однако с конца 90-х годов с целью сделать немецкий рынок более прозрачным и понятным для американских инвесторов немецкие компании начали реализовывать программы перехода на именные акции.<sup>3</sup>

Структура акционерной собственности ФРГ весьма напоминает структуру собственности в Японии: то же преобладание крупных институциональных собственников. Крупнейшей группой собственников выступают нефинансовые компании. На них приходится 43-46% всех выпущенных акций. Крупные пакеты находятся у немецких банков (около 7%). При этом роль банков на самом деле значительно выше, т. к. во многих случаях именно банки, которые выступают хранителями акций, часто получают право голосовать от имени акционеров на общих собраниях<sup>4</sup>.

Как и в других странах, роль индивидуальных акционеров сокращается в пользу юридических лиц. При этом в Германии население после Второй мировой войны не проявляло большой активности на рынке акций, предпочитая помещать большую часть накоплений на банковские вклады. Структура финансовых активов населения Германии также весьма напоминает японскую: около 40% финансовых активов приходится на банковские депозиты, на акции 6%, облигации 11%. Значительная часть приходится на страховые накопления (36%) и инструменты институтов коллективного инвестирования (11%, данные на середину десятилетия).

В отличие от США и Японии относительно большая доля в акционерном капитале принадлежит государству – около 7%.<sup>5</sup>

В последнее десятилетие в рамках программы по повышению привлекательности и конкурентоспособности финансового рынка Германии в законодательство об акционерных компаниях были внесены значительные изменения, направленные на повышение прав акционеров, информационной прозрачности компаний, что постепенно вывело систему корпоративного законодательства Германии на уровень англосаксонских стран<sup>6</sup>.

Рис. 1 Динамика индекса DAX (ноябрь 1990 – июнь 2008 гг.)

<sup>3</sup> В середине 2000-х годов примерно 10% немецких акционерных обществ перешли на выпуск именных акций.

<sup>4</sup> С этой структурой собственности связано и почти полное отсутствие враждебных поглощений. Во второй половине XX в. в Германии было всего четыре враждебных поглощения (когда фирма-поглотитель осуществляет поглощение без поддержки менеджмента поглощаемой компании).

<sup>5</sup> DEUTSCHE BUNDESBANK. *Securities deposits. August 1998, August 2005*, p. 32 ([www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)).

<sup>6</sup> Подробнее см. Рубцов Б.Б. *Современные фондовые рынки.* - М., 2007



Являясь одними из наиболее мощных в экономическом отношении организаций, немецкие компании, тем не менее, уступают по величине рыночной стоимости своим конкурентам из других стран. В марте 2008 г. крупнейшая (на тот момент) по капитализации компания Германии (Volkswagen) занимала 61-е место в мире (101 млрд.долл.), а всего в списке 500 крупнейших компаний, публикуемых английской газетой The Financial Times, насчитывалось только 22 немецких (39 у Японии, 35 у Англии, 31 у Франции, 25 у Китая и 24 у Канады).<sup>7</sup>

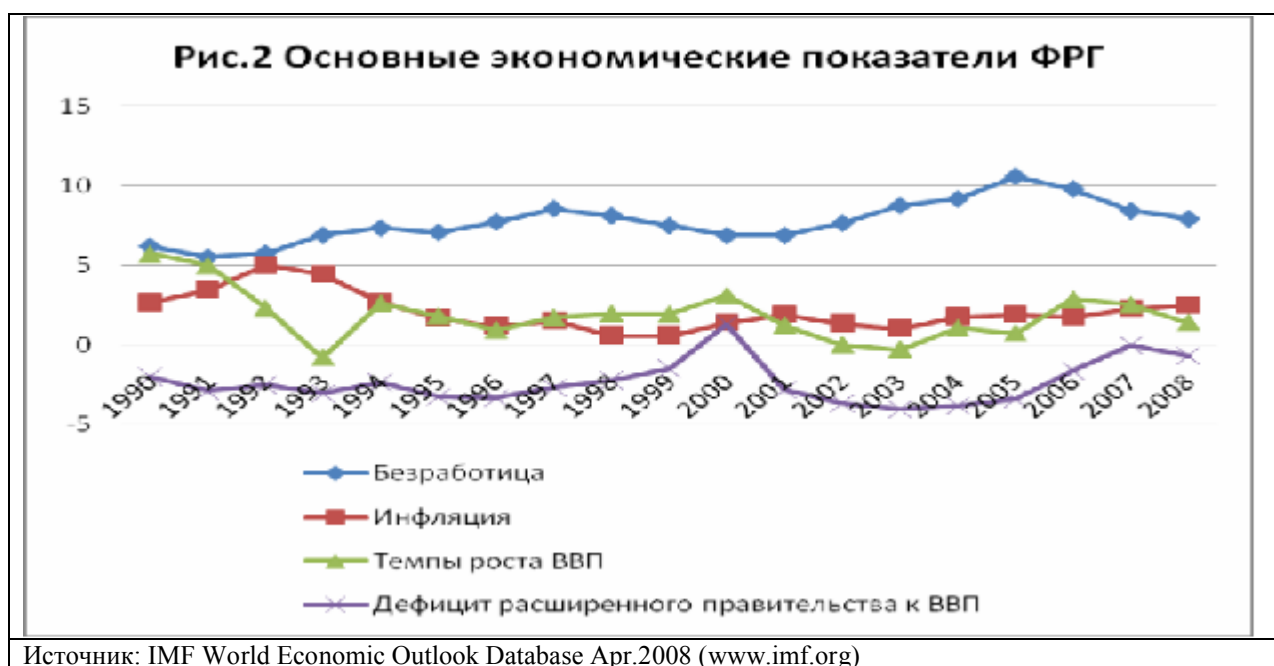
В 90-е годы рынок акций Германии демонстрировал быстрые темпы роста. Основной индикатор – индекс 30 крупнейших компаний страны DAX - вырос с 1441 пунктов в ноябре 1990 г. до 7599 в марте 2000 г. Однако затем последовал настоящий кризис, связанный с крахом компаний новых отраслей, причем даже более глубокий, чем в других развитых странах. За три года - к апрелю 2003 г. - DAX сократился более чем в 3 раза!, достигнув отметки 2424 пункта (рис.1). Причем следует иметь в виду, что компании новых отраслей, с которыми и был в первую очередь связан кризис, в расчет индекса DAX не входят. Для последних кризис был связан с полным уходом с рынка. Созданный в конце 90-х годов на Франкфуртской фондовой бирже специально для них сегмент под названием «Новый рынок» (Neuer Markt) просто прекратил свое существование.

В 2007 г. немецкий рынок немного превзошел предкризисный максимум, однако проблемы на мировом финансовом рынке, вызванные ипотечным кризисом в США, привели к его новому снижению к марту 2008 г. на 25%.

В средне и долгосрочном плане перспективы немецкого рынка акций представляются позитивными. Во-первых, в настоящее время рынок никак не выглядит переоцененным. Показатели P/E, дивидендная доходность даже

<sup>7</sup> The FT Global 500 2008 (www.ft.com))

крупнейших немецких компаний (за исключением Volkswagen) весьма привлекательны по сравнению с компаниями других стран. Процесс **экономического** воссоединения Германии, судя по всему, успешно завершен и бюджет уже не будет нести столь высоких расходов по подтягиванию инфраструктуры восточных земель к западным стандартам. Уровень безработицы снижается с 2005 г. (рис.2) Темпы роста ВВП, хотя и остаются низкими, но все же в настоящее время выше, чем в США и Японии. Следует также иметь в виду, что Германия – крупнейший среди развитых стран экспортер продукции обрабатывающих отраслей и второй после США экспортер наукоемкой продукции<sup>8</sup>.



**ВНИМАНИЮ РЕДАКТОРА:** ПРОСЬБА В ВЕРТ. ОСИ ВЫДЕЛИТЬ ЛИНИИ (ЕСЛИ ЭТО ВОЗМОЖНО), СООТВ. ДЕЛЕНИЮ, РАВНОМУ 1%, ИНАЧЕ НЕ ВИДНО

### Долговые инструменты

Рынок облигаций ФРГ (по объему облигационной задолженности) является третьим в мире национальным рынком после США и Японии с объемом 5,8 трлн долл. США (декабрь 2007 г., данные Банка международных расчетов). Из них свыше половины долга приходится на облигации, размещенные на международном рынке (прежде всего еврооблигации).

Спецификой облигационного рынка Германии является абсолютное преобладание банковских облигаций в структуре задолженности и совсем незначительная, хотя и растущая, доля облигаций промышленных компаний (см. табл. 1).

Таблица 1. Структура облигационной задолженности ФРГ по видам эмитентов на конец года (млрд марок/евро, (%)\*)

<sup>8</sup> Доля в экспорте наукоемкой продукции стран ОЭСР: США 19,2%, Германия 12,6%, Япония 11,4% (OECD in Figures 2006-2007. P.,2006, p.44-45).

	1986 г.	1990 г.	1995 г.	2000 г.	2002 г.	2007 г.
<b>Всего*</b>	1018 (100)	1459 (100)	2870 (100)	2265 (100)	2481 (100)	3131(100)
Банковские облигации*	686 (67)	901 (62)	1606 (56)	1446 (64)	1563 (63)	1868 (60)
Именные облигации	6 (0,6)	11 (0,8)	14 (0,5)	4 (0,2)	3 (0,1)	0,8 (0,03)
Ипотечные пфандбрифы	144 (14)	138 (9)	215 (7)	141 (6)	156 (6)	134 (4)
Публичные пфандбрифы	361 (35)	370 (25)	724 (25)	685 (30)	649 (26)	453 (17)
Облигации специализированных кредитных организаций	65 (6)	155 (11)	222 (8)	157 (7)	222 (9)	411 (13)
Прочие банковские облигации	116 (11)	238 (16)	446 (16)	462 (20)	536 (22)	871 (22)
Облигации промышленных компаний	3 (0,3)	3 (0,2)	3 (0,1)	14 (0,6)	37 (1,5)	96 (3)
Государственные облигации	330 (32)	555 (38)	1261 (44)	806 (36)	882 (36)	1167 (37)

\*Суммы могут не совпадать со слагаемыми из-за округлений. Данные Бундесбанка отличаются от данных Банка международных расчетов или Ассоциации немецких ипотечных банков в связи с разными принципами представления информации.

Источник: Deutsche Bundesbank Capital market statistics за разные годы. Statistical Supplement 2to the Monthly Report ([www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)).

Доходность немецких облигаций в целом такая же, как и у облигаций соответствующего рейтинга других стран зоны евро. В этом заключается одно из достижений и преимуществ создания еврозоны – формирование единого рынка капитала. В апреле 2008 г., по данным Бундесбанка, средняя доходность государственных облигаций на вторичном рынке составляла 4%, банковских облигаций 4,4%, небанковских облигаций – 5,9% (см. также табл.2).

### Государственные облигации

В первой половине 90-х годов в связи с объединением Германии и необходимостью экономической помощи восточным землям в Германии произошло более чем двукратное увеличение государственного долга, сопровождавшееся расширением объема эмиссии государственных облигаций. В конце 90-х, как и в большинстве других развитых стран (за исключением Японии), в Германии произошло как абсолютное, так и относительное сокращение государственного долга, однако спад в экономике Западной Европы заставил правительство Германии пойти на наращивание задолженности. Бюджетный дефицит страны неоднократно выходил за рамки границ, установленных "Пактом стабильности", принятым странами - членами зоны евро (3% ВВП, рис.2). Лишь в последние два года ситуация стала улучшаться.

Федеральное правительство выпускает в основном два вида облигаций: **долгосрочные Bundesanleihen (bunds)** и **среднесрочные Bundesobligationen (bobls)**. Прочие инструменты - **двухлетние (schätze) (казначейские ноты)**, **шестимесячные федеральные бескупонные облигации (bubills)**, **финансовые векселя (unverzinsliche schatzanweisungen)** - от одного до двух лет. Для населения выпускаются федеральные сберегательные облигации.

### Банковские облигации

К числу банковских облигаций относятся в первую очередь так называемые **пфандбрифы** и собственно **банковские облигации**.

**Пфандбрифы** (pfandbriefe). Pfand в переводе с немецкого - залог, заклад; briefe - письмо. В дословном переводе pfandbriefe – это залоговое письмо, закладное свидетельство или просто закладная. Изначально (в XVIII в.) пфандбриф и представлял собой закладную - документ, удостоверяющий право его владельца на имущество должника в случае неисполнения последним своего обязательства.

Однако на самом деле современный пфандбриф имеет с закладным свидетельством общего лишь то, что в основе их лежит ипотечное кредитование, т. е. кредитование под залог недвижимого имущества (да и то не всегда).

Обеспечением пфандбрифов служит или первая закладная на недвижимость **hypotheken-pfandbriefe (ипотечные пфандбрифы)**, или кредиты государственным органам (обычно правительствам земель) - **öffentliche pfandbriefe (публичные пфандбрифы)**, ранее известные как **kommunalobligationen**).

Пфандбриф - германский инструмент, либо не существующий в других странах (например, в англосаксонских), либо существующий лишь в более или менее сходном виде (в Европе). Попытки перевести этот термин оказываются неудачными. Например, нередко пфандбриф переводят как «ипотечная облигация». Но в настоящее время это не совсем верно. Из всего объема выпущенных пфандбрифов собственно на ипотечные пфандбрифы приходится только 23%, а остальные 77% - на публичные пфандбрифы (2007 г., *табл. 1*).

Пфандбрифы в Германии могут выпускать 40 финансовых учреждений: 20 частных ипотечных банков (из них 17 - чисто ипотечные и 3 - смешанные), 18 государственных (земельных) кредитных учреждений и 2 частных банка по ипотечному кредитованию судостроительных предприятий. Доля частных ипотечных банков в выпуске пфандбрифов в целом составляет примерно 60%, в т. ч. ипотечных пфандбрифов - 80%).

Ныне рынок пфандбрифов - крупнейший сегмент рынка корпоративных облигаций Германии, превосходивший в отдельные годы даже рынок облигаций федерального правительства. Это и крупнейший рынок облигаций в Европе, опережавший (опять же, в отдельные годы) рынки государственных облигаций Италии, Франции, Великобритании.

Задолженность по пфандбрифам достигала в 2000 г. 826 млрд евро (587 млрд евро в конце 2007 г.).

**Облигации нефинансовых компаний.** Немецкие компании относительно редко прибегают к выпуску облигаций. Если сразу после войны на них приходилось около 15% всех облигаций, то в дальнейшем их доля снизилась до 1% и меньше.

Однако с конца 1990-х годов в Германии, как и в других странах ЕС, наблюдается стремительный рост заимствований на облигационном рынке нефинансовыми компаниями. В результате, если в 1999 г. соотношение

корпоративных облигаций ФРГ и ВВП составляло менее 1%, то в 2007 г. оно равнялось уже 4%.

Все государственные облигации и большая часть банковских имеют листинг на биржах, однако торгуют ими в основном на внебиржевом (телефонном) рынке. Это особенно характерно для банковских облигаций. Непосредственно на торговую систему бирж приходится лишь 5% оборота (2000 г.)<sup>9</sup>.

Основными инвесторами на рынке немецких облигаций выступают банки (36% находящихся в обращении облигаций). Следом за ними идут иностранные инвесторы (33%), на третьем месте – прочие финансовые учреждения – 17% (институты коллективного инвестирования и страховые компании), на четвертом – население (13%). Зарубежные институциональные инвесторы предпочитают государственные облигации. Основными держателями банковских облигаций выступают сами банки.

**Таблица 2 Среднегодовая доходность различных долговых инструментов Германии, находящихся в обращении**

(% годовых)

Долговые инструменты	1990 г.	1995 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006г.	2007г.
Все облигации	8,9	6,5	5,4	4,8	4,7	3,7	3,7	3,1	3,8	4,3
Все банковские облигации	9,0	6,5	5,6	4,9	4,7	3,7	3,6	3,1	3,8	4,4
Ипотечные пфандбрифы	9,0	6,6	5,6	4,9	4,7	3,7	3,6	3,1	3,8	4,4
Публичные пфандбрифы	9,0	6,5	5,5	4,8	4,7	3,6	3,5	3,0	3,8	4,4
Прочие банковские облигации	8,9	6,6	5,7	5,0	5,0	4,1	3,8	3,3	3,9	4,6
Облигации промышленных компаний	9,0	6,9	6,2	5,9	6,0	5,0	4,0	3,7	4,2	5,0
Государственные облигации	8,8	6,5	5,3	4,7	4,6	3,8	3,7	3,2	3,7	4,3
Государственные облигации, имеющие листинг, со сроком до погашения от 9 до 10 лет	8,7	6,9	5,3	4,8	4,8	4,1	4,0	3,4	3,8	4,2

Источник: Deutsche Bundesbank Capital Market Statistics. Statistical Supplement to the Monthly Report ([www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de))

## Финансовые институты

<sup>9</sup> Правда, урегулирование все равно осуществляется через депозитарно-клиринговую систему биржи - Clearstream Banking AG (см. ниже). Торговля государственными облигациями осуществляется в основном с помощью торговой системы MTS. Разработанная и введенная в Италии в 1988 г., система стала использоваться и в целом ряде других стран ЕС.

Особенностью финансовой системы Германии является абсолютное доминирование банков в ее активах<sup>10</sup> (рис.3). Как видим, она коренным образом отличается от структуры активов финансовой системы США.



По состоянию на конец 2007 г. в Германии насчитывалось 2277 банков. Все послевоенные годы происходил процесс концентрации и централизации банков, продолжающийся и в настоящее время. В 1957 г. число кредитных учреждений составляло 13359, в 1972 - 7199, 1990 - 4719, 2001 - 2697 (табл. 3).

Таблица 3 Динамика численности кредитных учреждений Германии

	1957 г.	1982 г.	1990 г.	2001 г.	2002 г.	2004 г.	2007 г.
Количество банков	13359	4940	4719	2697	2592	2400	2277
Общее количество отделений (офисов) в Германии	26333	44853	49064	56789	53460	47867	42110

Источник: Deutsche Bundesbank Banking Statistics, May 2008, p. 104 ([www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de))

Более 55% всех германских банков относится к кредитным кооперативам. Большая их часть - мелкие учреждения. Более половины имеют валюту баланса менее 250 млн евро. Именно эта категория сократилась больше всего. За 1997 - 2007 гг. закрылось примерно 1300 банков, из них более половины – кооперативного типа.

Несмотря на сокращение числа банков, количество занятых в банковской индустрии почти постоянно росло вплоть до 2000 г. Однако в текущем десятилетии в связи со спадом произошло существенное сокращение занятых – за пять лет почти 50 тыс. человек.

Все банки можно разделить на две большие группы: **универсальные** и **специализированные**. В свою очередь, универсальные делятся на *коммерческие, кооперативные и институты общественного сектора* (банки

<sup>10</sup> Deutsche Bundesbank Financial accounts for Germany 1991 to 2004. Special Statistical Publication 4, September 2005 ([www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)).



земель). В рамках этих групп существует также свое деление. Ведущей группой специализированных банков выступают **ипотечные банки**.

Крупнейшие коммерческие банки носят в Германии название «гроссбанки». В настоящее время к этой категории можно отнести 5 банков: 4 немецких - Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank и Postbank и один межнациональный – Unicredit (образовался в 2005 г. в результате слияния HVB с UniCredito Italiano). Несмотря на их мощь и значение, совокупная доля гроссбанков в активах банковской системы составляет примерно 25%.

Крупнейший общественный банк - земельный Landesbank Baden-Württemberg находился на 6-м месте. Земельные банки преобладают в списке крупнейших вплоть до 20-го места.

По доле в активах банковской системы первое место занимают банки общественного сектора. На сберегательные банки и банки земель в совокупности приходится примерно 33% активов. А если к ним прибавить банки общественного сектора со специальными функциями, а также строительно-сберегательные кассы, то окажется, что на банки общественного сектора приходится около 50% всех активов банков Германии.

Коммерческие банки лидируют по показателю "кредиты немецким предприятиям", "кредиты зарубежным заемщикам". Сберегательные банки традиционно занимают первое место по предоставлению кредитов физическим лицам.

Основными, а по существу единственными посредниками на рынке ценных бумаг до недавнего времени выступали банки. На рынке ценных бумаг имеют право работать универсальные банки, которым разрешены все виды операций, кроме страховых. При этом необходимо подчеркнуть, что германские банки тесно связаны со страховыми компаниями посредством взаимного владения акциями. Самым ярким примером является банковско-страховая группа Allianz/Dresdner Bank<sup>11</sup>

Деятельность специализированных банков на фондовом рынке ограничена, они выступают в основном в качестве эмитентов и инвесторов.

**Компании по ценным бумагам** (компании финансовых услуг) - относительно новый вид учреждения в Германии, созданные вследствие принятия Директивы ЕС об инвестиционных услугах (Investment Services Directive 93/22/ЕЕС)<sup>12</sup>.

## **Инвестиционные фонды**

Учреждения коллективного инвестирования (инвестиционные фонды) появились в Германии только после Второй мировой войны. Немецкая статистика выделяет два типа инвестиционных фондов - **публичные**

<sup>11</sup> В 2001 г. Dresdner Bank был куплен крупнейшей страховой компанией Германии (и мира) Allianz Group.

<sup>12</sup> Согласно этой директиве, в частности, предписывалось предоставить равный режим доступа на рынки ценных бумаг стран-членов ЕС банковским и небанковским финансовым посредникам. В 2007 г. на смену этой директиве пришла Директива о рынках финансовых инструментов (The Markets in Financial Instruments Directive MiFID).

(publikumsfonds) и **специальные** (spezialfonds). Публичные имеют право проводить открытую подписку на свои инструменты. Фактически специальные фонды предназначены для крупных инвесторов - юридических лиц. Они носят закрытый характер. Спецификой Германии в отличие от других стран является значительное преобладание подобных фондов в общей сумме чистых активов институтов коллективного инвестирования. Если публичные фонды отвечают требованиям Директивы ЕС об институтах коллективного инвестирования и относятся к так называемым UCITS (предприятиям коллективного инвестирования в обращающиеся ценные бумаги), то специальные - нет.

Немецкие инвестиционные фонды выпускают инвестиционные сертификаты.

За 90-е годы количество фондов и их активы выросли в несколько раз. Экономические трудности начала нынешнего десятилетия лишь затормозили их развитие. Спад, безусловно, имел место, но достаточно умеренный. Серьезное сокращение активов коснулось лишь фондов акций. Однако особенностью Германии является относительно невысокая доля фондов акций в общей сумме активов инвестиционных фондов (16% в 2003 г.). Основная часть активов приходится на фонды облигаций (28%) и смешанные (38%).

Большая часть немецких инвестиционных фондов создана и управляется банками, страховыми компаниями и организациями, такими как промышленные фонды, федерации промышленников и пр.<sup>13</sup>

### **Фондовые биржи**

В ФРГ в 2007 г. действовало восемь фондовых бирж: во Франкфурте, Дюссельдорфе, Мюнхене, Гамбурге, Берлине, Штутгарте, Ганновере и Бремене. Однако на рынке абсолютно доминирует Франкфуртская биржа.

Фактически и сейчас **систему** немецких бирж во многом можно рассматривать как единую. У них единый централизованный депозитарий (см. ниже), на них торгуют в основном одними и теми же инструментами. Региональным биржам принадлежит часть акций биржи во Франкфурте.

В 2007 г. на Франкфурт (систему XETRA и торговый зал) приходилось 89% всего германского биржевого оборота по всем традиционным национальным инструментам (акциям, облигациям, варрантам), в т. ч. 95% по немецким акциям<sup>14</sup> и 100% торговли фьючерсами и опционами (на бирже Eurex).

Организационная структура фондовой биржи во Франкфурте весьма специфична. В современном виде она существует с 1 января 1993 г.

---

<sup>13</sup> Подробнее об индустрии инвестиционных фондов см. материалы немецкой профессиональной организации Федеральный союз инвестиционных управляющих (Bundesverband Investment und Asset Management – BVI) ([www.bvi.de](http://www.bvi.de)).

<sup>14</sup> Factbook 2007, р. 14 ([www.exchange.de](http://www.exchange.de)). Роль региональных бирж более существенна в торговле национальными облигациями (51%), иностранными акциями (23%), иностранными облигациями (38%).

По немецкому биржевому законодательству (1896 г.) фондовая биржа является учреждением публичного права - некоммерческой организацией. Иными словами, Франкфуртская фондовая биржа (Frankfurter Wertpapierbörse; ФФБ) по своему статусу является общественной, или квазигосударственной, организацией (в прошлом она подчинялась Торгово-промышленной палате). Однако после проведенных в конце 1992 г. реорганизаций ФФБ напрямую связана не с ТПП, а с АО «Немецкая биржа» (Deutsche Börse AG), которое управляет ФФБ. По сути дела, ФФБ и Немецкая биржа - единый орган, хотя формально это различные учреждения.

Сама Немецкая биржа представляет собой акционерное общество, 81% акций которого вплоть до 2001 г. принадлежал банкам, 10% - региональным биржам и 9% - маклерам (см. ниже). В 2001 г. акционеры Немецкой биржи приняли решение о превращении в открытое акционерное общество с продажей акций любым инвесторам. Для этого акции биржи прошли листинг на Франкфуртской фондовой бирже. По капитализации (почти 26 млрд евро в декабре 2007 г.)<sup>15</sup> Немецкая биржа входит в двадцатку самых крупных немецких компаний и **по этому показателю является крупнейшей биржей мира**, заметно опережая даже NYSE Euronext.

Этому акционерному обществу принадлежат (100%) и являются его дочерними предприятиями депозитарно-клиринговая система Clearstream Banking, информационный комплекс (Deutsche Börse Systems AG), акционерное общество Eurex (Eurex AG). Последнее управляет Немецкой биржей срочных контрактов с тем же названием - Eurex (ранее называлась Deutsche Terminbörse – DTB).

Непосредственное руководство биржей осуществляет исполнительный комитет в составе шести человек. В наблюдательном совете (примерно 20 человек) находятся представители банков, маклеров, страховых компаний, эмитентов и инвесторов.

Члены биржи делятся на три категории: банки и компании по ценным бумагам, официальные курсовые маклеры, свободные маклеры.

В 2007 г. число торговых членов основной торговой системы биржи - Xetra (см. ниже) составило примерно 250, из которых половина – иностранные участники (находящиеся непосредственно вне Германии).

До 1997 г. только банки имели право принимать заявки клиентов на куплю-продажу ценных бумаг официального списка (см. ниже). Во исполнение Директивы об инвестиционных услугах Комиссии европейских сообществ, которая оценила этот запрет как нарушение конкуренции, он был отменен в 1997 г. Членами биржи могут выступать также компании финансовых услуг (компании по ценным бумагам). Тем не менее основными игроками на бирже являются банки, такое положение дел сохранится и в дальнейшем.

Кредитные учреждения совершают брокерские и дилерские операции. В целом на бирже доминируют крупнейшие немецкие банки (гроссбанки). По

---

<sup>15</sup> К середине 2008 г. капитализация биржи, правда, сократилась в два раза в связи с ухудшением ситуации на мировом финансовом рынке.

оценкам, на Deutsche Bank AG приходится до трети всего оборота ФФБ по акциям.

**Официальные курсовые маклеры** (kursmakler) принимают в торговом зале (на паркете) заявки на покупку и продажу ценных бумаг и определяют их курс. Курсовые маклеры назначаются правительством земли Гессен по рекомендации Совета управляющих и Палаты курсовых маклеров. В их задачу входит определение справедливой цены на акции, облигации и варранты. Через них проходит примерно 10% общегерманского оборота по национальным акциям, около 50% по национальным облигациям, 62% по иностранным облигациям и 45% по иностранным акциям.

**Свободные маклеры** (freimakler) являются дилерами по акциям свободного рынка. Свободные маклеры в прошлом также выступали посредниками между кредитными учреждениями. Сейчас многие маклеры изменили свой статус на компании финансовых услуг.

Обе группы маклеров не имеют права совершать сделки для частных инвесторов.

По состоянию на конец 2007 г. на Франкфуртской бирже обращались акции 1045 местных эмитентов и 8696 иностранных, 16849 немецких и 9182 иностранных облигаций. Общий объем капитализации немецких акций составлял в конце 2007 г. 1440 млрд евро (2105 млрд.долл.).

Ценные бумаги, обращающиеся на Франкфуртской бирже подразделяются на четыре группы: ценные бумаги официального рынка (Amtlicher Markt), регулируемого рынка (Geregelter Markt), регулируемого неофициального рынка (Entry Standard) и неофициального/свободного рынка (Freiverkehr). Фактически речь идет о ценных бумагах разного качества и различии предъявляемых к ним требованиях листинга (хотя формально термин «листинг» применялся только по отношению к первым двум рынкам)<sup>16</sup>.

В 1997 г. во Франкфурте появился **“новый рынок”** (Neuer Markt). Специально для молодых компаний высокотехнологичных отраслей экономики был предусмотрен особый режим листинга. Количество акций нового рынка выросло с двух в марте 1997 г., когда рынок был запущен, до 240 к концу 2002 г. Однако кризис на рынке акций привел к закрытию этого сегмента в 2003 г.

Требования, предъявляемые к листинговым компаниям, соответствуют директивам ЕС и аналогичны требованиям листинга на других крупных европейских биржах. Эмитент должен иметь историю деятельности как предприятие не менее трех лет. По меньшей мере 25% акций должно находиться "у публики". Проспект эмиссии с изложением информации о ценных бумагах должен быть опубликован в специальном издании. Кроме того, проспект или уведомление о том, где с ним можно ознакомиться, должен быть помещен в официальном органе *Federal Gazette*.

---

<sup>16</sup> Factbook 2007, p.2

Большая часть обращающихся на Немецкой бирже акций (86%) относятся к неофициальному рынку (преимущественно за счет иностранных компаний), однако львиная доля оборота приходится на бумаги первого сегмента (официального списка).

Акции российских эмитентов (точнее депозитарные расписки на акции) торгуются на неофициальном рынке, в субсегменте Newex (созданном специально для эмитентов из стран Восточной Европы и СНГ).

### **Депозитарно-клиринговая система**

Как и в большинстве стран с развитыми рынками, в Германии существует централизованный депозитарий, обслуживающий весь рынок - Clearstream (ранее наз. Deutsche Börse Clearing, а еще ранее - Deutscher Kassenverein - Немецкий кассовый союз). Clearstream входит в группу Deutsche Börse и фактически представляет собой два депозитария: Clearstream Banking (для внутреннего рынка) и Clearstream International (иностранные ценные бумаги)<sup>17</sup>.

Большая часть выпусков оформлена глобальными сертификатами, т. е. в настоящее время значительная доля немецких акций являются бездокументарными. Поставка ценных бумаг осуществляется путем простой записи по счетам депо. Clearstream списывает средства со счета продавца и зачисляет их на счет покупателя. Исполнение происходит на второй рабочий день после заключения сделки (T+2).

Все ценные бумаги хранятся в Clearstream, если только клиент в письменной форме не выразил желание хранить их в ином месте (если клиент пожелает получить сертификат ценной бумаги, эмитент обязан предоставить его).

### **Рынок производных финансовых инструментов**

Торговля деривативами осуществляется на **Немецкой бирже срочных контрактов - Eurex** (до 1998 г. называлась Deutsche Terminbörse, открыта в 1990 г.) и на самой Франкфуртской фондовой бирже (опционы на низколиквидные акции).

Eurex является международной биржей, принадлежащей Немецкой бирже и Швейцарской бирже. Соответственно различаются Eurex Deutschland и Eurex Switzerland. При этом сама торговая платформа - немецкая, продукты, которыми здесь торгуют, одинаковые, система контроля и регулирования - совместные. В 2007 г. Deutsche Börse купила американскую деривативную биржу International Securities Exchange и в настоящее время немецкая деривативная биржа иногда обозначается как Eurex/ISE.

Eurex представляет собой полностью автоматизированную электронную торговую систему. Торговля ведется в режиме непрерывного двойного аукциона. Заявки исполняются автоматически исходя из лучших ценовых условий по принципу очередности поступления. Только при

---

<sup>17</sup> Clearstream International образовался в результате слияния с международной депозитарно-клиринговой компанией Cedel из Люксембурга.

открытии биржи цена устанавливается залповым методом исходя из всего массива поступивших заявок.

Урегулирование всех обязательств происходит через расчетную палату Eurex Clearing, выступающую контрагентом в каждой сделке.

Благодаря тому, что изначально немецкая деривативная биржа развивалась как электронная, она получила возможность привлекать участников из самых разных стран мира: путем простого подключения компьютера к сети Eurex (DTB). Это, а также активная маркетинговая политика Немецкой биржи позволили действительно привлечь большое число участников. В результате в 1998 г. по количеству заключенных контрактов Eurex вышла на первое место в Европе, опередив английскую LIFFE, а в 1999 г. и на первое место в мире, обогнав все крупнейшие американские деривативные биржи. Позже по этому показателю Eurex обогнала Корейская биржа, затем чикагская CME вернула себе лидерство, тем не менее Франкфурт по отдельным инструментам входит в группу трех ведущих деривативных бирж мира (рис.4).

Рис.4 Крупнейшие биржи фьючерсов и опционов (по обороту контрактов)



В декабре 2007 г. участниками торговли являлись 398 фирм из 21 страны Европы, США и Австралии. Собственно немецких компаний (точнее, компаний, действующих на территории Германии) насчитывалось 81 и на них приходилось 16% оборота (по количеству контрактов). **Около половины оборота Eurex осуществляется из Лондона.**

Eurex предоставляет возможность торговли самыми разнообразными производными инструментами. Здесь торгуются фьючерсные контракты на различные облигации и процентные ставки (*euro bund future*, *euro bobl future*, *euro schatz future*, *euro BUXL future*, EURIBOR future на один и три месяца), а также опционы на эти фьючерсные контракты, за исключением месячного фьючерсного контракта на ставку EURIBOR и *BUXL future*), опционы на наиболее ликвидные акции, фьючерсные и опционные контракты на индекс DAX, опционы на фьючерсные контракты.

### Система регулирования

Традиционно регулирование фондового рынка в Германии было децентрализованным и осуществлялось специальными земельными органами (Börsenaufsichtsbehörden), подчиненными министерству экономики той или

иной земли. Именно на этот орган Законом о биржах 1896 г. был возложен контроль за соблюдением честных правил торговли.

Поскольку основными профессиональными участниками рынка в Германии являются банки, важную роль в регулировании всегда играл основной банковский надзорный орган - **Федеральная надзорная палата по банкам** (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen - BAKred), располагавшаяся большую часть послевоенного времени в Берлине.

Контроль за деятельностью страховых компаний осуществляла **Федеральная надзорная палата по страховым компаниям** (Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen - BAV).

С 1990 г. по 2003 г. в Германии было принято четыре Акта по развитию финансового рынка, целью которых являлось усиление роли Германии как финансового центра и выведение финансовой системы на уровень лучших международных стандартов.

Наиболее заметным событием в укреплении регулятивной системы Германии стало принятие в 1994 г. Закона о торговле ценными бумагами (WpHG) и создание федерального органа, регулирующего фондовый рынок, - **Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг** (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel – BaWe) со штатом примерно 140 человек (Франкфурт-на-Майне).

Обе регулирующие структуры (федеральная и земельная) действовали во многом параллельно и в определенной степени дублировали друг друга. Формально комиссия являлась главным органом контроля. Однако на практике текущий контроль за сделками был возложен на статс-комиссариат. Комиссия занималась сбором информации от эмитентов и осуществляла общий надзор за рынком и соблюдением законодательства.

В отличие от американской Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) германская Комиссия не имела права проводить следственные действия: вызывать свидетелей для дачи показаний, накладывать арест на счета и т. п. При наличии материалов, свидетельствующих о нарушении законодательства, Комиссия передавала их в прокуратуру, которая и осуществляла необходимые юридические действия.

Закон вводил уголовную ответственность за инсайдерскую торговлю, которая стала рассматриваться как уголовно наказуемое преступление с максимальным наказанием в виде тюремного заключения сроком до пяти лет.

До принятия этого закона в Германии действовали добровольные правила торговли с использованием инсайдерской информации, установленные по совместной декларации союзов промышленников, торгово-промышленных палат и банков (Insiderhandels-Richtlinien от 13 ноября 1970 г. с поправками 1976 и 1988 гг.). Правила относились только к лицам, заранее заключившим контрактное соглашение о том, что они как инсайдеры обязуются не совершать определенных действий в отношении ценных бумаг своей компании и т. п. Правила подвергали критике в связи с

тем, что они носили добровольный характер. В США в ходу было выражение: You can't have a fair market in Germany.

Принятие закона в целом действительно повысило уровень прозрачности немецкого рынка. Особенно громких скандалов здесь не наблюдалось, но было довольно много случаев расследований, которые приводили в итоге к уплате штрафов.

1 января 2002 г. вступил в силу Закон о приобретении ценных бумаг и поглощениях (WpÜG). Впервые в Германии закон подвел нормативную базу под слияния и поглощения. Под действие этого закона подпадают все компании, имеющие листинг на биржах Германии или других стран ЕС.

На основе принятого 22 апреля 2002 г. Закона о формировании интегрированной системы финансового надзора (Gesetz über die integrierte Finanzaufsicht - FinDAG) в мае 2002 г. в Германии был создан единый мегарегулятор финансовых учреждений. Три федеральных органа, осуществлявших надзор за банками, страховыми компаниями и рынком ценных бумаг, были объединены под одной крышей - **Федеральной службы по регулированию финансовых рынков** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin), базирующейся в Бонне и Франкфурте-на-Майне. Общее число ее сотрудников составляет примерно 1000 человек, служба надзирает за 2300 банками, 800 институтами финансовых услуг и 630 страховыми организациями.

Новое ведомство состоит из трех подразделений (департаментов): по контролю за кредитными организациями<sup>18</sup>, страховыми компаниями и по надзору за торговлей на рынке ценных бумаг. Кроме них также существуют три департамента, занимающиеся общими вопросами (развитие финансовых рынков, страхование финансовых активов и борьба с отмыванием денег). Непосредственно при правлении созданы отделы: управления, внешних связей, защиты информации и борьбы с отмыванием денег.

В службу предоставляются все проспекты эмиссии ценных бумаг.

Финансирование BaFin осуществляется с 2002 г. целиком за счет взносов финансовых учреждений, над которыми организация надзирает. Контроль за расходованием средств обеспечивает специальный административный совет, состоящий из представителей финансовых учреждений, парламента и ряда федеральных министерств. BaFin также подлежит контролю со стороны Министерства финансов.

Самые последние изменения в законодательстве связаны с принятием в июле 2002 г. Четвертого закона о развитии финансового рынка, включавшего целый ряд мер по дальнейшему усилению защиты инвесторов, увеличению прозрачности и ужесточению мер, направленных на отмывание денег.

Во главе угла нового закона - меры, направленные против манипулирования ценами на фондовом рынке.

---

<sup>18</sup> В соответствии с разделом 7 Закона о банках Немецкий федеральный банк будет продолжать участвовать в текущем контроле за деятельностью банков.



Эмитент обязан раскрыть сведения о сделках директоров либо на своем веб-сайте, либо опубликовать в официальном печатном органе - *Federal Gazette*. В дальнейшем BaFin будет размещать подобную информацию и на своем сайте [www.bafin.de](http://www.bafin.de). В результате современное немецкое законодательство в чем-то даже превосходит законодательство Великобритании и США.

BaFin наделена большими полномочиями для эффективного мониторинга рынка. Служба имеет право не только требовать предоставления информации, она может проводить обыски в помещениях банков, компаний по ценным бумагам, страховых компаниях. При обнаружении фактов, свидетельствующих об уголовном правонарушении, дело передается в прокуратуру. BaFin может самостоятельно наказывать нарушителей, накладывая штрафы.

Если манипулирование повлияло на цену листинговой бумаги, налицо уголовное правонарушение. Если была представлена заведомо неверная информация или скрыты факты, которые могли бы повлиять на цену бумаг, по новому закону можно начать уголовное дело лишь на основе признания нарушителем того, что данный факт мог оказать воздействие на цены. Это значительно облегчает задачу прокуратуры, поскольку уменьшает объем доказательной базы. BaFin получила право налагать штрафы в случаях манипулирования, которое даже не привело к изменению цены, на сумму до 1,5 млн евро<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> German Capital Market: Achievements and Challenges. Deutsche Börse. Feb. 2003, p. 15-36 ([www.exchange.de](http://www.exchange.de)).