

Олександр Шаров

ЄВРОПЕЙСЬКИЙ ФОНДОВИЙ РИНОК У ПЕРІОД ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

Глобалізаційні процеси, які не просто кількісно, а й якісно змінюють систему міжнародних економічних відносин, помітно впливають на радикальну зміну інфраструктури європейського фондового ринку. Переплітаючись із внутрієвропейськими інтеграційними процесами, вони ведуть до створення специфічної ситуації. Схоже, що поступово відновлюється фінансова рівновага між Старим і Новим Світом. Причому відновлення відбувається не стільки за рахунок послаблення позицій заокеанських фінансистів, скільки у результаті підвищення можливостей їх європейських конкурентів. Три типи інституціональних інвесторів (інвестиційні та взаємні фонди, пенсійні фонди і страхові компанії) знаходять серйозну фінансову підтримку в особі приватних інвесторів. У Європі нині дедалі більше людей, у яких є «зайві» гроші та які готові ризикнути ними заради того, щоб стати ще багатшими. Кількість мільйонерів у Європі – це більше 2,2 млн. людей (із 7 млн. по всьому світу), і на західну частину континенту припадає чверть від усіх індивідуальних інвестиційних фондів, розміром від 1 млн. доларів США. Наявність вільних грошових коштів зумовлена не лише високою прибутковістю західноєвропейських корпорацій і банків. Помітну роль у цьому відіграє процес ліквідації (продаж) сімейних підприємств представниками нового покоління (у Німеччині його називають *erbgeneration*, тобто «покоління спадкоємців»), які вважають, що ліпше вкласти успадковані гроші в чужий бізнес, замість того, щоб самим займатися такою копіткою справою, як корпоративний менеджмент. Зворотним боком цього процесу є безпрецедентний інтерес найбільших інвесторів до акцій при-

ватних компаній, що не котируються на біржах (*private equity*), уперше відзначений із тридцятих років минулого сторіччя, про що йдеться у звіті британської урядової комісії Мінерса (*Myners report*). У деяких європейських країнах, особливо в Німеччині, цей інтерес разом з іншими чинниками навіть призвів до відмови компаній від біржового котирування своїх акцій. «Ми бачимо дедалі більше випадків переходу компаній із розряду публічних у приватні та відмови від лістингу, – зазначає один із німецьких експертів. – Це почалося з сімейного бізнесу, але великі конгломерати також розпродують підрозділи, включені в лістинг». Згідно з даними Центру дослідження викупу компаній менеджерами (*Centre for Management Buy-out Research*), що існує при Ноттінгемському університеті (*University of Nottingham*), у 1999 р. у континентальній Європі встановлено 27 випадків «делістингу» компаній, ринкова вартість яких становила більш ніж 3,8 млрд. дол.¹

Усе це сприяло тому, що зростання фондових ринків, підтримуване новим попитом (називаним фондовиками «стіною грошей» – *wall of money*), на багатому європейському Заході досягає двозначних цифр у річному обчисленні. Важкі часи, зумовлені азіатсько-російською кризою 1998 р. і посилені крахом у Великобританії гігантського інвестиційного фонду *Long Term Capital Management*, нині вже давня історія.

Підйом економіки в Європі (не будемо забувати, що відносна слабкість євро пояснюється не поганим станом справ у країнах ЄС, а тим, що в США вони просто йдуть ще ліпше) призвів до того, що за допомогою традиційних джерел уже не можна задовольнити

© Олександр Шаров, 2002.

Шаров О. М., докт. екон. наук, професор, Тернопільська академія народного господарства, Україна.

¹ *Financial Times*, May 1, 2001, p. 9.

потреби в капіталі великих західно-європейських корпорацій. Тому такі компанії не бажають більше задовольнятися послугами національних банківських систем: адже багато корпорацій мають кредитні рейтинги, що дають змогу залучати дешевші фінансові ресурси за допомогою емісії цінних паперів. І природно, що вони спрямовують свій погляд на ліквідніші ринки капіталу та цікавляться скороченням витрат при здійсненні подібних операцій. Нові можливості для фондового ринку, зумовлені зростанням попиту з боку емітентів і збільшенням пропозиції за рахунок інтеграції національних ринків країн ЄС, одночасно з наявністю конкуренції у результаті відкритості та глобалізації додали значного імпульсу його розвитку. При цьому характерним є не лише кількісне зростання обсягів операцій, що укладаються, а й якісні зміни їх структури. На зміну домінуванню інвестицій у державні та корпоративні облигації (які наприкінці 1999 р. становили 55% від усіх вкладень) приходять вкладення в корпоративні акції². Причому це тенденція окремих національних і світового ринків. Уже в 1999 р. на глобальному ринку акцій обсяги вторинної торгівлі збільшилися на 48%. Міжнародні емісії акцій в Європі також збільшилися за цей рік на 66%, досягнувши майже 83 млрд. дол., тобто більше за половину світової емісії³. Одинадцять країн ЄС нині взаємно обмінюються урядовими облигаціями і, таким чином, їх оборот утворює другий за розмірами ринок державних цінних паперів (після ринку облигацій Казначейства США). Тепер чітко накреслюється тенденція до створення чогось подібного і на ринку європейських акцій, і саме в руслі цієї тенденції потрібно розглядати план об'єднання окремих фондових бірж. Насамперед йдеться про дві найважливіші з них: у Лондоні та Франкфурті. І якщо Лондонська фондова біржа, розташована в серці Сіті, є найбільшою в Європі, то вважають, що Німецька біржа найпрогресивніше розвивається.

Потрібно зазначити, що торгівля корпоративними правами має в Європі багатовікову традицію. У Паризькій біржі зберігається інформація про те, що ще в 1250 р. деякий борошномельний концерн Societe des Moulins du Bazacle випустив на ринок 96 доль у формі сертифікатів власності в компанії для їх продажу «за ціною, яка змінюється залежно від економічних умов і того, наскільки добре або погано працюють млини». Тому навряд чи можна вважати випадковим прихильність європейців до заощаджень у формі акцій, тим більше, що подібна схильність виручала ба-

гатьох навіть у період гіперінфляції двадцятих років минулого сторіччя. А нині «культ акцій» (equity cult), характерний для англосаксонських інвесторів, доволі швидко перетворюється у своєрідну загальноєвропейську релігію. Своєю появою цей «культ» зобов'язаний Дж. Губі (G. Goobey), тогочасному главі пенсійного фонду Imperial Tobacco, який рішуче заявив років п'ятдесят тому, що диверсифікація коштів фонду в акції не є ризикованою. У результаті більшість британських пенсійних фондів розміщує сьогодні в акції до 75–80 % своїх коштів. Тепер такі підходи стають нормою і для інших європейських країн. До тих, хто був раніше прихильним до цього культу: Великобританії, Голландії і Швеції, приєдналася нова хвиля «перетворених», очолювана Францією, Німеччиною та Італією. Крім пенсійних, у гру вступили і спільні інвестиційні фонди (mutual funds). У Німеччині, наприклад, за три останні роки минулого століття це привело до помітного збільшення кількості інвесторів в акції корпорацій з 8,2 до 11,3 млн. чол. (тобто 18% дорослого населення). Отже, відбувається тенденція зростання інвестицій в акції (так, якщо в 1996 р. в акції європейці вклали близько 1,9 трлн. євро, то наприкінці 1999 р. – 3,6 трлн. євро або 3,4 трлн. дол.) при зростанні зворотної тенденції щодо інвестицій в облигації (які зменшилися з 1,3 трлн. євро в 1996 р. до менш ніж 1,1 трлн. євро в 1999 р.). За розрахунками фахівців американського банку JP Morgan, в найближчі роки ця тенденція тільки посилиться і можна очікувати, що в 2004 р. вкладення в облигації впадуть нижче за один трильйон євро, а в акції – досягнуть величини в 6,3 трлн. євро. Переважно це буде досягнуто за рахунок збільшення інвестицій в акції з боку спільних фондів: з 2 трлн. у 1999 р. до 4 трлн. у 2004 р.⁴ Що відбудеться через кілька років, поки мало хто ризикує передбачати. Справа в тому, що після 2010 р. нове численне покоління чергового періоду стрибка народжуваності (так звану baby boomers) муситиме звернутися до заощаджень для того, щоб зробити свої довготермінові вкладення. В які активи вони будуть спрямовані – передбачати зараз більш ніж складно. Ймовірно, що значну роль у цьому відіграватиме поведінка приватних пенсійних фондів. Збільшення тривалості життя на фоні падіння народжуваності може призвести до збільшення частки пенсіонерів (населення у віці після 65 р.) з нинішніх 16% до 25% уже у 2030 р. і майже до 30% до середини століття. Тому очевидне збільшення ролі саме приватних пенсійних фондів, які муситимуть турботуватися про забезпечення безбідної старості. Адже це зав-

² Financial Times, Jan. 20, 2000, p.23.

³ Financial Times, Jan. 28, 2000, FT Survey, p. 1.

⁴ Financial Times, Jan. 26, 2001, Europe reinvented. Section., p. 12.

дання стає дедалі непосильнішим навіть для багатих європейських держав, які виплачують 75% усіх пенсій (порівняно з 40% аналогічним показником у США)⁵. У справі забезпечення своєї старості громадяни Європи, на думку Джо Грано (Joe Grano), керівника американської інвестиційної компанії Paine Webber, придбаної нещодавно швейцарським банком UBS, повинні більше покладатися на власні сили, як це роблять у США, де даний процес почався значно раніше. І Європа, як він вважає, вже рухається від системи забезпечення своїх пристарілих громадян пенсіями до механізму їх забезпечення за рахунок прибутків від цінних паперів.

Активізація «роздрібних інвесторів», які почувують себе ще недостатньо впевнено в новій ролі і віддають перевагу таким значно захищеним формам інвестицій, як вкладення у спільні фонди або конвертовані акції, має своїм результатом ще одне явище. Якісний розвиток фондового ринку значно зумовлюється розширенням обсягів і спектра операцій з «похідними інструментами» – деривативами (derivatives), до яких часто вдаються різні інвестиційні фонди та компанії з метою диверсифікації своїх ризиків. Істотним фактором, що вплинув на це, став також бум високотехнологічних компаній, що докотився зі США до Західної Європи. Вкладення в їх корпоративні папери однак є справою не лише прибутковою, а й доволі ризикованою. Тому багато хто з інвесторів став страхувати ці вкладення за допомогою різних деривативів, чому сприяє широке використання при емісії акцій таких компаній випуску цінних паперів із «замороженим» терміном їх перепродажу (lock-ins stocks).

Деривативи не є звичним товаром, але їх вартість «похідна» від інших ринкових інструментів: від процентних ставок до урядових облігацій, валют і кредитів. Хоча деякі біржі допускають торгівлю деривативами на своїх майданчиках, дедалі більшого поширення набуває позабіржова торгівля деривативами (over-the-counter derivatives). Приклад такої системи – система Londex. Як серйозний конкурент для неї створена система Swapwire, серед засновників якої разом із найбільшими американськими інвестиційними компаніями виступили європейські партнери: німецький Deutsche Bank, швейцарські UBS Warburg і CS First Boston, а також французький BNP Paribas. У межах цієї системи Лондонська клірингова палата (London Clearing House) буде діяти як центральний контрагент у процесі торгівлі на таких майданчиках, як Міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів (International Financial Futures Exchange-Liffe),

Лондонська біржа металів (London Metal Exchange) і Міжнародна нафтова біржа (International Petroleum Exchange). Можливо, що до сфери її діяльності будуть включені розрахункові системи Euronext і Tradepoint, а також французькі ринки ф'ючерсів (Marif) і опціонів (Moner). У цьому випадку вона перетвориться у найбільшого в Європі ЦКА. До системи подібного клірингу вже залучені п'ять банків, серед яких такі європейські гіганти, як італійський IMI, а також британський за своєю «пропискою», але міжнародний за суттю HSBC. Наявність центрального контрагента (ЦКА) для розрахунків за операціями з деривативами в Європі не новинка, на відміну від розрахунків з торгівлі акціями й іншими цінними паперами. Система центрального контрагента означає, що партнери повинні розраховуватися не напряму, а з кліринговою палатою і отже, торговцям нема чого турбуватися про кредитоспроможність своїх контрагентів. Природно, що чим більше буде ринків, які використовують механізм центрального контрагента, тим більше користувачів зможуть відкрити позиції на різних ринках і таким чином забезпечити економію страхового капіталу, що резервується у відносинах з кожним торговцем. Основними перевагами такої концепції, крім економії капіталу, є операційна ефективність і збільшення розмірів кредитних ліній.

Розвиток ринку деривативів, створених не в останню чергу для того, щоб обійти існуючі обмеження за операціями з цінними паперами, висуває питання про порядок його регулювання. Проблема як регулювати ринок деривативів загострюється суперечками про те, чи потрібно його взагалі регулювати. Голоси, що закликали до посилення або введення хоч якогось регулювання, звучали голосніше в момент кризи, на фоні краху хедж-фонду Long Term Capital Management, проблем з банком Sumitomo або російської кризи. Адже кожний з них пов'язаний із непередбаченими обставинами або простою некомпетентністю учасників ринку (наприклад у випадку з крахом британського банку Barings). Тому це проблема регулятивних органів усього світу. Базельський комітет і Конгрес США, і самі учасники ринку жваво обговорюють питання про співвідношення капіталу та застав. У свою чергу комісія з фондового ринку США (US Securities Commission) і британське Агентство фінансових послуг (Financial Services Authority) продовжують доволі жорстко регулювання цієї сфери. Однак природа цього регулювання зазнає значних змін у міру впровадження різних технологічних новин. Заступник голови Банку Англії Д. Клементі

⁵ Ibid.

(David Clementi, deputy governor) зазначив: «У світі, де німецький торговець може торгувати на біржі в Лондоні з партнером із США, який використовує французького технологічного провайдера та бельгійського розрахункового агента, питання про те, як бути впевненим у тому, що всіма учасниками процесу ефективно регулюють, є доволі складним»⁶.

Дискусія про необхідність і можливість регулювання ринку деривативів нині ускладнилася через пропозиції уніфікації та централізації регулювання західноєвропейського ринку цінних паперів загалом. Це пропозиції відомого банкіра (колишнього керівника Банку міжнародних розрахунків і бельгійського центробанку) барона А. Ламфелусі (A. Lamfalussy), який підготував з групою експертів свою першу доповідь на дану тему ще в листопаді 2000 р. Тоді він вказав на наявність складностей у Європейській регуляторній системі та запропонував підготувати нове законодавство з цих питань. Зокрема йшлося про необхідність модернізації системи регулювання фінансових ринків, створення відкритого та прозорого європейського ринку цінних паперів, загальноєвропейських фінансових продуктів, забезпечення необхідного рівня захисту споживачів таких продуктів тощо.

У наступному звіті, опублікованому в лютому 2001 р., були вже конкретні пропозиції щодо створення могутньої Комісії ЄС з цінних паперів, що, на думку авторів, повинно було створити реальні можливості забезпечення конкурентоспроможності європейського ринку капіталу в його змаганні із заокеанськими колегами. Це, однак, не заперечує необхідності створення з урахуванням думки практиків і принципово нових національних органів контролю і нагляду за фондовим ринком, оскільки, на думку А. Ламфелусі, стан інтеграції регулювання Європейського фінансового ринку – це «дивний коктейль кафкіанської нетямущості, яка нікому не служить»⁷. Проте запропонована бароном 4-рівнева система прийняття рішень з питань функціонування фондового ринку в межах ЄС також не є простою: ні для розуміння, ні для швидкого впровадження. А впровадити її пропонують уже до березня 2004 р.

Постійно діючий чинник розвитку європейського фондового ринку – це дедалі настирливіша присутність заокеанських конкурентів, які масово переходять від принципу «мислити локально, діяти глобально» (think local, act global) вже й до глобального мислення. В умовах, коли американські інвестиційні банки і компанії функціонують, охоплюючи своїми операціями відразу всю

Європу, з ними дуже важко конкурувати європейцям, які, як і раніше, концентрують свою увагу переважно на внутрішніх ринках. В останні роки європейські лідери інвестиційного бізнесу наростили свої «м'язи» за рахунок дрібніших, але дуже активних і досвідчених американських банків і компаній. Так, Deutsche Bank у червні 1999 р. виплатив 10 млрд. доларів за нью-йоркський Bankers Trust, що контролює міжбанківський ринок інвестиційних операцій. Трохи пізніше було оголошено про намір об'єднання з трьома інвестиційними будинками групи Lazard для глобалізації своїх операцій. Credit Suisse First Boston – CSFB, що раніше вийшов на інвестиційний ринок за рахунок придбання відомого бостонського банку, придбав у минулому році в США брокерську компанію Donaldson, Lufkin & Jenrette. Інший швейцарський банк – Union Bank of Switzerland UBS, що раніше прикупив інвестиційний британський банк Warburg, влітку 2000 р. підтвердив свої наміри інвестиційної спеціалізації придбанням однієї з найбільших американських інвестиційних компаній Paine Webber. Однак навіть ці європейські «важкоатлети» (мабуть, крім CSFB) не можуть зрівнятися з американськими «гігантами» (jumbos), трійкою інвестиційних банків-трильйонерів (за розміром операцій, що здійснюються) – Goldman Sachs, Morgan Stanley Dean Witter і Merrill Lynch.

Крім цього, в похід на американський ринок «за товаром» услід за лідерами відправилися й інші європейські фінансові установи. Вони прагнуть з-за океану не лише переманювати до себе висококваліфікованих фахівців, а й придбавати великі компанії – інвестиційні менеджери. Як приклад, можна згадати про деякі придбання американських компаній з боку європейських банківських і страхових груп: Pimco і Nicholas–Applegate німецькою групою Allianz, Pioneer – італійською Unicredito Italiano, Nvest – французькими Caisse des Depots, United Assets Management – британським Old Mutual, Alleghany Assets Management – голландським банком ABN Amro.

Американські конкуренти розуміють, що незабаром буде гостра боротьба відбуватися саме за європейського інвестора, і тому роблять відповідні кроки. Прикладом такої поведінки є придбання інвестиційним банком Morgan Stanley британського керівника фондами Quilter та іспанської брокерської компанії AB Asesores.

Багато банків, серед яких слід згадати німецький Dresdner Bank і французький Societe Generale, вважають, що слід не тільки

⁶ Financial Times, June 28, 2000, FT Survey, p. II.

⁷ Financial Times, Feb. 16, 2001. p. 2.

нарошувати розміри (цілком обгрунтовано вважаючи, що американців все-одно вже не наздогнати), а й шукати нову стратегію своєї поведінки на ринку. Наприклад, спеціалізуватися на обслуговуванні не лише великих корпорацій, а й багатьох середніх сімейних компаній, характерних для Європи. Інвестиційні менеджери (банки та спеціалізовані компанії) дедалі частіше звертають професійну увагу на інвесторів з ліквідними коштами в межах 100–500 тис. дол., робота з якими ще донедавна вважалася нерентабельною. Особливий інтерес до них виявив тандем інвестиційної компанії Merrill Lynch спільно з Гонконго-Шанхайською банківською корпорацією (HSBC).

Усі основні європейські фондові біржі хотіли б мати акції провідних європейських компаній в своєму лістингу. Розуміння того, що в цій боротьбі буде набагато більше тих, які програли, аніж переможців, змушує задуматися не лише над посиленням конкуренції, й навпаки, над консолідацією зусиль. Як зазначив виконавчий голова Європейського фондового форуму П. Кент (P. Kent, executive chairman, European Securities Forum): «Біржі всюди величезні та дуже важливі, але, перебуваючи під загрозою, вони групуються для захисту»⁸. Тривала концентрація капіталів і глобалізація ділової активності призводять до розвитку аналогічних процесів і в сфері організації обороту цінних паперів. Інтернаціоналізація інститутів фондового ринку – це логічна відповідь на триваючу протягом кількох десятиріч інтернаціоналізацію корпоративного сектору. Транснаціональні компанії дедалі стають більше не стільки винятком, скільки нормою. А характерні для останніх років великі злиття і поглинання лише підкреслюють цей факт. «Злиття знищило значення національних кордонів, – говорить Том Надбілні (Tom Nadbielny), голова дослідницької групи в Salomon Smith Barney. – Багато компаній не можна більше ідентифікувати за прапором їх країни, а лише за їх галуззю»⁹. У таких умовах, за словами одного із керівників Лондонської фондової біржі, «ринок просто волає про необхідність консолідації фондових бірж»¹⁰. Значною подією інтеграції фондових ринків Європи можна вважати заяву, зроблену в липні 1998 р. фондовими біржами Лондона (London Stock Exchange) і Франкфурта (Deutsche Borse), що свідчить про їх намір збудувати «єдиний європейський фондовий ринок для єдиного європейського ринку». Таке об'єднання двох провідних європейських бірж

може призвести до створення такої великої структури, де буде зосереджено близько половини європейської капіталізації: адже в Лондоні котирується близько третини від 300 основних європейських акцій і ще 12% «вершків» зосереджені у Франкфурті. Значним є не лише намір – цілком логічне продовження ідеї створення єдиного європейського валютного ринку, а й хід його реалізації, що відображає всю складність інтеграційних процесів у сучасній Європі.

Важливо те, що англо-німецька ініціатива не залишилася поза увагою інших біржовиків, які також взялися створювати альтернативні альянси. Адже майже всі європейські ринки значно сучасніші й ефективніші порівняно з американськими, чому сприяють такі чинники, як введення єдиної європейської валюти, розширення практики приватизації, хвиля панєвропейського злиття і об'єднання, а також збільшення кількості дрібних («роздрібних») інвесторів. Усі ці чинники сприяють інтеграції європейських фінансових ринків. Так, у вересні 1999 р. керівники восьми провідних європейських фондових бірж оголосили про план створення до листопада 2000 р. єдиної панєвропейської торгової системи – спільного електронного «майданчика» для 300–400 «блакитних фішок» (blue chips), які торгують нині на різних національних ринках. Це означало прямий виклик світовому лідеру – Нью-Йоркській фондовій біржі. Незабаром непередбачені (хоч і частково передбачені) складності трансформували цей план у вироблення єдиних стандартів операційної діяльності. «Завдання альянсу змінилося, – пояснив М. Капуано (M. Capuano), керівник Міланської біржі (CEO of Milan's Borsa Italiana). – Ми зараз працюємо в напрямку стандартизації ринкової моделі торгівлі, а потім перейдемо до інших питань, таких, наприклад, як розрахунки»¹¹. Паралельно керівники лише трьох бірж, – Амстердамської, Брюссельської та Паризької, – в березні 2000 р. проголосили об'єднання своїх бірж у «першу Європейську біржу» – Europext. У тому ж місяці група інституційних інвесторів, що включає Barclays Global Investors і Merrill Lynch Mercury Asset Management, впровадили спільну систему розрахунків E-Crossnet. Незалежно від них інші великі компанії – американський інвестиційний банк Morgan Stanley Dean Witter і шведська технологічна компанія OM Gruppen – почали створювати електронну біржу роздрібної торгівлі Jiway.

⁸ Financial Times, Jan. 26. 2001, Europe reinvented. Separate section, p. 8.

⁹ Financial Times, June 28, 2000, FT Survey, p. II.

¹⁰ Institutional Investor, May 2000, p. 37.

¹¹ Ibid, p. 35.

Учасники Лондонсько-Франкфуртського альянсу продовжували рухатися вперед. Наступний етап на їх шляху – виявилось акціонування і комерціалізація принципів діяльності. Через 200 р. свого існування ЛФБ перетворили з об'єднання учасників в акціонерне товариство. У березні 2000 р. про проведення акціонування і первинної публічної пропозиції своїх акцій (initial public offer – IPO) оголосила і Німецька біржа. Таким чином, була підтверджена тенденція, що полягає у відході від принципу створення бірж як установ спільного володіння (цей процес отримав назву «демючіалізації» – «demutualisation») і перетворення їх в акціонерні товариства, орієнтовані на отримання прибутку (тобто комерціалізація їх діяльності). За деякими оцінками, вже до кінця 2003 р. близько 80% бірж пройдуть через цей процес. (Очевидно, що й клірингові палати таких бірж мають бути орієнтовані на отримання прибутку).

У серпні 2000 р. події навколо об'єднання бірж знову активізувалися. Коли вже згадана вище шведська OM Gruppen розпочала процедуру «ворожого» (hostile take-over) поглинання ЛФБ, це сповістило про початок гри за новими правилами. Ця спроба провалилася, але тепер поглинання однієї біржі іншою не вважається єдиним можливим варіантом їх консолідації. Тим більше, що сама шведська група наприкінці травня 2001 р. оголосила про повторну, але на цей раз «дружню» спробу поглинання Лондонської біржі. Не втрачають час і у Франкфурті. Наприкінці травня 2001 р. разом з Eurgex франкфуртські біржовики зробили наступний новаторський крок, запропонувавши об'єднатися з компанією Dow Jones для того, щоб задовольнити потребу об'єднаного європейського ринку в новому універсальному індексі, який подолає обмеженість національних індексів (таких, наприклад, як британський FTSE 100-«Footsie» або німецький DAX). Судячи з усього, клірингова система Clearstream також буде залучена до даного проекту.

Не можна не помітити, що хвиля злиття фондових бірж у Європі розпочинається у результаті розвитку альтернативних торгових систем, що дійшов до Європи з Америки. Використовуючи неефективність ринкової структури бірж і відсутність у них єдиного пулу ліквідності, їх дедалі більше витісняють такі електронні комунікаційні системи – ЕКС (electronic communications networks-ECNs), як Island або Archipelago, котрі вже звернулися в Комісію США щодо цінних паперів і бірж з проханням надати їм статус фондових бірж. (Враховуючи, що через ЕКС зараз здійснюються майже 30% операцій на таких біржах, як NYSE і Nasdaq, їх прохання цілком

можна задовольнити. Хоча, звичайно, проблемність такого рішення пояснюється аж ніяк не недостатнім обсягом операцій, а порядком їх здійснення. Адже подібний прецедент, по суті, може призвести до зрівнювання прав торгівлі на організованих майданчиках з інтернетськими новаціями). У США більшість інвестиційних банків підтримують 11 окремих ЕКС, але найбільші інституційні інвестори, а також фірми, які орієнтуються на дрібних і роздрібних клієнтів, виступають за створення в країні централізованої торговельної системи. У Європі, фондовий ринок якої розвивається за своїми законами, спостерігається бум у створенні систем, орієнтованих на обслуговування високотехнологічних і швидко зростаючих компаній (представників «нової економіки»): Easdaq, the Neuer Markt, Euro. NM, techMARK... Найбільшим потенціалом серед них володіє нині, мабуть, Tradepoint. Звичайно, вони пропонують подвійний лістинг (dual listing), що означає можливість котирування в таких системах своїх акцій компаніями, які вже пройшли лістинг на організованому ринку Європи, США або Ізраїлю. Це підвищує їх конкурентну спроможність і прискорює інтеграцію до загальноєвропейського фондового ринку. Але особливих хвилювань серед традиційних організаторів торгівлі поки що не спостерігається. Так, голова Німецької біржі наголосив з цього приводу: «...Я не бачу жодного способу, аби будь-яка ЕКС або нова біржа викрали навіть 5% нашого основного ринку з торгівлі акціями «блакитних фішок»¹². Хоча в середовищі ЕКС існує впевненість у тому, що консолідація неминуча. Як підкреслив К. Педдер, виконавчий директор Easdaq (C. Pedder, Easdaq executive vice-president): «Я особисто вірю, що не пізніше, ніж через 10 років, буде існувати єдина домінуюча панєвропейська біржова структура»¹³.

Незважаючи на свою уявну логічність, процес об'єднання «мегабірж» почав пробуксовувати. Експерти пояснюють це тим, що воно не обіцяє зниження витрат для клієнтів, бо не передбачає використання дешевших порівняно з існуючими нині альтернативних механізмів розрахунків. Варто зазначити, що механізм розрахунків на фондовому ринку суттєво відрізняється від прийнятого в інших сегментах (скажімо валютному) того ж фінансового ринку. Якщо загальний ринковий принцип свідчить «плати і забирай» (pay and carry out), то на фондовому ринку через ряд причин, розгляд яких виходить за межі даної статті, діє принцип «купуй зараз, плати потім» (buy now, pay later). Для подібних розрахунків використовують одну з трьох найпоширеніших у світі моделей.

¹² Ibid., p. 39.

¹³ Euromoney, February 2000, p. 125.

Головний елемент моделі 1 – передача інструкцій як щодо переказу цінних паперів (ЦП), так і грошей на основі інформації про кожну операцію (*trade-by-trade gross basis*) і кінцевий переказ ЦП, що здійснюється одночасно з переказом грошей.

Модель 2 передбачає передачу інструкцій про переказ ЦП за кожною операцією, але самі перекази ЦП від продавця до покупця здійснюються лише в кінці циклу, коли відбувається і переказ грошей на умовах «нетто».

Модель 3 полягає в тому, що інструкції про переказ ЦП і грошей передають на основі інформації «нетто» (тобто з обліком можливих контругод, які скорочують розмір переказів), а кінцеві перекази здійснюються наприкінці циклу.

Із урахуванням передбачених вказаними моделями стандартних вимог процес клірингу та розрахунків за операціями з ЦП виглядає наступним чином.

1. Досягнення угоди про купівлю-продаж, яку можна здійснювати на біржах або в електронних позабіржових системах торгівлі.

2. Порівняння інформації про ціну, обсяг угоди, терміни тощо, яку отримують окремо від покупця і продавця (*trade matching or comparison*).

3. Якщо сторони угоди діють від імені та за дорученням своїх клієнтів, то заздалегідь необхідно отримати від них підтвердження щодо деталей угоди (*trade confirmation*).

4. Після отримання підтвердження і позитивних результатів порівняння інформації проводять кліринг (*clearance*), тобто процес підрахунку взаємних зобов'язань учасників угоди, що супроводжується часто двостороннім або багатостороннім заліком (*netting*).

5. Після цього учасники угоди відповідно готують інструкції про переказ ЦП і грошей.

6. Переказ грошей здійснюють через уповноважені банки, а цінних паперів – шляхом фізичного переміщення самих ЦП або сертифікатів, або ж за допомогою записів на рахунках клієнтів (охоронців) у центральних депозитаріях цінних паперів (ЦДЦП) (*central securities depositories CSDs*), які здійснили так звану «дематеріалізацію» (*dematerialisation*) ЦП.

Певна громіздкість використовуваних систем розрахунків призводить до того, що в багатьох європейських країнах, як і в США,

вершуються лише на третій день від моменту укладення угоди (T+3). Тому протягом кількох останніх років одне з головних завдань центральних депозитаріїв – це прискорення розрахунків із постачанням ЦП, а не платежу (*delivery versus payment*). Розв'язання цієї проблеми стає дедалі актуальнішим в міру інтернаціоналізації та глобалізації операцій з цінними паперами, адже, за оцінкою експертів, близько 15% транскордонних (*cross-border*) угод з ЦП не укладають через невиконання своїх зобов'язань однієї зі сторін.

Тривалий час європейський ринок влаштувало те, що внутрішні розрахунки за операціями з цінними паперами забезпечували переважно національні центральні депозитарії, а на міжнародному рівні – Люксембурзький кліринговий банк *Cedel International* і Бельгійська клірингова компанія *Euroclear*.

Європейський кліринговий дім *Clearstream*, створений за допомогою об'єднання в 1999 р. *Cedel International* і розрахунково-клірингової структури фондової біржі у Франкфурті *Deutsche Borse Clearing*, ініціював процес серйозних структурних змін.

Брюссельський *Euroclear* намагається відповісти на виклик конкурентам встановленням міцних технологічних зв'язків із найбільшими національними центральними депозитаріями цінних паперів (ЦДЦП), першим з яких став французький *Sicovam*. Однак вони навіть не намагаються створити загальний майданчик. Хоча *Euroclear* створює новий майданчик *CREATION* для торгівлі німецькими акціями (плануючи завершити цю роботу до 2002 р.). Масштабність задумів щодо консолідації дещо лякає євроскептиків, аргументи яких зводяться переважно до того, що коли навіть створення одного міжнародного майданчика потребує стільки часу, то можна уявити, скільки його необхідно для реального об'єднання з Люксембурзьким міжнародним депозитарієм, з Франкфуртською біржею та з багатьма іншими організаторами фондової торгівлі в Європі. На це об'єднувачі відповідають дуже просто: «Складність завдання – це слабкий аргумент для того, щоб взагалі нічого не робити»¹⁴.

У той же час їхні британські колеги, які обслуговують Лондонську фондову біржу (компанія *Crest*), роблять ставку на встановлення кореспондентських відносин між незалежними ЦДЦП (за принципом міжбанківських відносин), що створить клієнтам однієї системи можливість вільного доступу до системи будь-якої іншої європейської країни (що належить до цієї системи). Єдиного прийнятого

¹⁴ Global Custodian/Winter 2000, p. 125.

досі розрахунки за придбані цінні папери за-

рішення поки що немає. Є лише загальне ро-

зуміння того, що Європа не потребує такої кількості фондових бірж і центральних депозитаріїв. На цьому фоні дедалі більше відчутне бажання центральних депозитаріїв деяких країн трансформуватися в міжнародні ЦДЦП, що можна досягти шляхом розширення міжнародних послуг за допомогою взаємних кореспондентських зв'язків, створення міжнародних центрів розрахунків (hubs «маточина», до яких як спиці в колесі сходяться лінії здійснення розрахунків), злиття і здійснення операцій, які були раніше монополізовані міжнародними ЦДЦП (наприклад, запозичення цінних паперів).

Очевидно, що подальше міжнародне злиття навряд чи можна продовжити без підтримки процесу ринкової консолідації на місцевому рівні. У Франкфурті перша біржа (валютна) з'явилася в 1585 р., і йому знадобилося ще чотириста років для того, щоб стати фінансовим центром Німеччини, з яким і зараз успішно конкурують біржі Дюссельдорфа, Гамбурга, Мюнхена і Штутгарта. Очевидно консолідація Німецької біржі з іншими структурами на загальноєвропейському рівні не принесе бажаного ефекту, якщо не буде вирішене «внутрінімецьке питання». У цьому напрямку вже почали розвиватися події в деяких інших європейських країнах. Так, у Бельгії місцевий центральний депозитарій ВХС-СІК об'єднався з розташованим у Брюсселі міжнародним депозитарієм Euroclear. В Іспанії об'єдналися дві найбільші (серед шести існуючих в країні) платіжні системи. В Італії депозитарій Monte Titoli, занедбавши в кінці минулого року свою розрахункову систему EXPRESS DvP RTGS, нині бере на себе від Банку Італії обов'язки управління розрахунково-кліринговою системою за операціями з урядовими облігаціями. У Великобританії до аналогічного результату приводить поглинання депозитарієм корпоративних цінних паперів (Crest) спеціалізованого центрального депозитарію з урядових боргових зобов'язань – Central Gilts Office (CGO).

Разом з цим, процес консолідації не здається ані дешевим, ані взагалі однозначно позитивним навіть його учасникам. Керівник Лондонського депозитарію Crest, добре відомий і шанований у ділових колах Я. Савіль (Ian Saville), зазначає, що ринок все ж забезпечує кращі і довготривалі результати, аніж політика дирижизму, так, до того ж іще й дешевше. Крім цього, на його думку, гарантом хорошої ціни послуг розрахунково-клірингових систем є не їх консолідація, а конкуренція. Обговорення проектів злиття відволікає ЦДЦП від розв'язання таких актуальних питань, як зменшення термінів розрахунку, зде-

шевлення міжнародних операцій, поліпшення довірчих послуг (отримання дивідендів, голосування за дорученням тощо). Наголошуючи, що він не є «теологічним опонентом» ідеї консолідації, Я. Савіль все ж звертає увагу на те, що нескінченне злиття може перетворитися в «заплановане згортання своєї діяльності» європейської розрахунково-клірингової інфраструктури¹⁵. Щодо нескінченного злиття, то про його небезпеку говорити поки що рано, оскільки насправді процес лише починається, і як зміниться тенденція в майбутньому – поки нікому не відомо. Більше переживань викликає, звичайно, перспектива злиття в майбутньому Crest і Clearstream, зумовлена об'єднанням Лондонської і Франкфуртської фондових бірж, які обслуговують ці системи. Передбачають, що основа їх спільного функціонування – це концепція ЦКА: клієнти Crest будуть здійснювати розрахунки за всіма торговими операціями на об'єднаній біржі через ЦКА, розташованому в Лондоні, а клієнти Clearstream відповідно через інший ЦКА у Франкфурті. Нині обидві платіжні системи зайняті створенням згаданих центральних контрагентів: Crest здійснює відповідний проєкт спільно із Лондонською кліринговою палатою, а Clearstream співпрацює з Eurex – спільним швейцарсько-німецьким підприємством. У швейцарському напрямку зорієнтований і Лондонський ЦКА: Crest (правда, спільно з тими ж Euroclear і Лондонською кліринговою палатою) активно співпрацює з швейцарською кліринговою системою SIS SegalINTERSETTLE щодо створення центрального контрагента для Virt-X, спільного торгового майданчика, створеного Швейцарською фондовою біржею і компанією Tradepoint. Враховуючи це, можна передбачити, що справжня причиною для неспокою не саме злиття, а місце і роль сучасних розрахунково-клірингових систем у новій структурі. Лондонський ЦКА його творці розглядають як універсальну модель, що здійснює платежі в режимі реального часу (real-time gross settlement RTGS). Crest керівництво вбачає придатнішим для надання кредитів із трансатлантичних операцій і управління заставами. Взагалі Я. Савіль сумнівається в популярності серед майбутніх клієнтів системи послуг Clearstream Banking, бо клієнти будуть мати змогу вибрати банк для отримання кредитів, управління потоками грошей, запозичення цінних паперів і швидше віддадуть перевагу якомусь відомому інвестиційному банку, розташованому в Лондоні. Додаткові труднощі можуть виникнути через те, що Великобританія поки утримується від приєднання до Європейського валютного союзу, а отже,

¹⁵ Ibid., p.68.

новій структурі доведеться все-таки забезпечувати ведення рахунків не лише в євро, а й у фунтах стерлінгів (у чому знову-таки бачать свою перевагу британські партнери).

До початку останніх структурних змін у Західній Європі було близько тридцяти національних і міжнародних ЦДЦП. Робота із кожним з них потребувала від користувачів встановити окрему лінію інформаційно-технологічного зв'язку (IT links). Кліринг і розрахунки за операціями з цінними паперами займають близько 90% від вартості такої операції, якщо її учасники знаходяться на різних сторонах «прозорих» кордонів усередині Європи. І, звичайно, на зменшенні подібних витрат зосереджена значна увага. Значне зменшення інвестиційних та операційних витрат проголошене як одне з головних завдань подальшої консолідації. Про це зазначили у своїй заяві про основні принципи (Statement of Key Principles) у створеному в 1998 р. Європейському фондовому форумі (European Security Forum) представники 24 провідних світових інвестиційних установ. Реальність такого завдання підтверджують і практики. Так, керівник Clearstream International Андре Лузі (Andre Lussi) відверто заявляє: «Ми впевнені в тому, що подальша консолідація усередині індустрії здійснення розрахунків веде до значно більшої економії коштів»¹⁶. Зменшення витрат – це вагомий аргумент у виборі європейської моделі розрахунково-клірингової системи фондового ринку. За розрахунками експертів Price Waterhouse (зробленими ще в 1994 р.), витрати на здійснення платежів з торгової операції із німецькими акціями через субкастодіальний банк і національні ЦДЦП у 50 разів більші, аніж з аналогічної внутрінаціональної операції, і в 8 разів більші, ніж при розрахунках через Euroclear. Комплексний аналіз сукупності всіх послуг показує, що вартість розрахунків через європейські національні ЦДЦП коштує не дорожче, ніж через американську розрахунково-депозитарну систему Depository Trust & Clearing Company – DTCC (яка виконує функції, які можна порівняти з тим, що в Європі роблять міжнародні центральні депозитарії – МЦДЦП), а послуги міжнародних депозитаріїв загалом набагато дорожчі. Це визнав один із керівників Euroclear, заявивши: «Це правда, що міжнародні ЦДЦП значно дорожчі та акумулюють більше прибутків... Але однією з головних причин дорогих міжнародних ЦДЦП те, що вони вимушені оплачувати вартість користування мережею центральних депозитаріїв або субкастодіальних банків, які створюють їм доступ до ЦДЦП»¹⁷. Тому витрати на оплату послуг двох

міжнародних депозитаріїв більш ніж у два рази перевищують оплату послуг 15 європейських ЦДЦП. Таке співвідношення зовсім не дивне, якщо врахувати, що операційні витрати за оцінками експертів на одну транзакцію тут у сім разів перевищують витрати у їх американського конкурента та у дев'ять разів аналогічний показник для європейських ЦДЦП¹⁸. Значно більшою може бути ця різниця у випадку створення єдиного Європейського центрального депозитарію, про необхідність якого дедалі голосніше заявляє Європейський фондовий форум.

Але найважливішою є проблема створення єдиного загальноєвропейського центрального контрагента (a single European CCP). Справа в тому, що фрагментована західноєвропейська розрахунково-клірингова система дуже перенапружена. Тому необхідно терміново зменшити зайві фінансові потоки та спробувати уникнути системної кризи. Багато регулятивних організацій створюють зараз спеціальні робочі групи для вивчення цих проблем. Європейські уряди виступають за створення панєвропейського ринку капіталів, встановивши в плані розвитку фінансових послуг в ЄС (EU's Financial Services Action Plan) термін (2005 р.) для усунення всіх регуляторних бар'єрів на шляху до цієї мети. Найкоротший шлях до цього – в створенні єдиного загальноєвропейського ЦКА. Справа в тому, що реальною перевагою для клієнтів може бути лише зменшення витрат на кліринг, а цього можна досягти лише у разі використання ЦКА, який буде функціонувати як посередник і «кліринговий будинок» між покупцем і продавцем. За такого підходу об'єднання торгових майдаників буде додатковим елементом реформи, що дає змогу завершити дублювання інвестиційних операцій, а також операційних і адміністративних витрат.

Ще 6 грудня 2000 р. Європейський фондовий форум опублікував проект створення такої організації. Проект закликав до негайних кроків щодо створення єдиного загальноєвропейського ЦКА, який надаватиме клірингово-розрахункові послуги на європейському ринку капіталу, передбачаючи, що за основу будуть взяті такі принципи:

- ринок «оптових» операцій із капіталом концентрує всі розрахунки, включаючи кліринг і заліки (netting) в одній установі, що має забезпечити значну економію адміністративних витрат;
- користувачі будуть мати більшість у правах власності та управлінні такою структурою;

¹⁶ Ibid., p.66.

¹⁷ Ibid., p.74.

¹⁸ Ibid., p.72.

- тарифи на послуги такої структури відобразатимуть собівартість послуг.

Проект передбачає пріоритетність створення такого ЦКА для обслуговування ринку корпоративних акцій, але надалі він має охопити своїми послугами операції з усіма цінними паперами та їх похідними. В 1975 р. Комісія США з цінних паперів провела відповідні дослідження, які підтвердили, що консолідація семи клірингових палат, які тоді були, в одну єдину дає змогу розраховувати на економію більш ніж 60% витрат. За експертними оцінками, для Європи така економія може становити близько 1 млрд. євро в рік.

Скорочення витрат і обсягів розрахункових операцій (за рахунок уникнення їх дублювання) – це не єдині переваги, яких очікують від створення єдиного ЦКА. Багато мільйонів можна зекономити за рахунок зменшення капітального ризику внаслідок так званого «портфельного ефекту». Справа в тому, що клірингові палати стягують маржу і беруть заставу від учасників розрахунків для того, щоб покрити ризик невиконання ними своїх зобов'язань із платежу (дефолта default). Тому фрагментована розрахунково-клірингова структура приводить і до фрагментації заставних пакетів (у кожному фінансовому інструменту і кожній країні), а їх концентрація в одного центрального контрагента значно підвищить ефективність їх використання.

Успішний розвиток загальноєвропейського ЦКА потребує забезпечення приходу операцій з фондових бірж, а отже, взаєморозуміння і співпраці з останніми. Крім цього, нині не має загальноєвропейського регуляторного режиму для клірингових палат (на відміну, наприклад, від банків або інвестиційних компаній), і навряд чи без нього зможе існувати єдиний ЦКА. Звичайно, операційні компанії торгових майданчиків є власниками (або співвласниками) розрахунково-клірингових структур, що створює для них можливість отримання додаткового прибутку за допомогою штучного завищення цін на їх послуги (оскільки вони займають на ринку монополію). Європейський фондочий форум виступає за те, щоб єдиний ЦКА був власністю його користувачів. Критики ж такого підходу аргументують свою точку зору тим, що подібні структури часто неконкурентоспроможні і втрачають стимул для інновацій. Така організація буде монополією, що зумовлюватиме постійні нарікання ринкового середовища, і ЕФФ залишиться лише сподіватися на те, що потенційні переваги змусять учасників ринку змиритися з таким становищем. Такої думки, зокрема, дотримуються П. Кент (Pen Kent) і Д. Фокс (Darren

Fox) з Європейського фондового форуму. Хоч очевидно, що монополізація означає не лише можливість цінних або інших зловживань, а й недопустиму концентрацію ризику в одному місці. Тому дане питання навряд чи можна вважати закритим.

Ідея ЦКА була вдало випробувана в США, де ще з 1976 р. для місцевого центрального депозитарію депозитарно-трастової компанії (Depository Trust Company-DTC) функції ЦКА виконувала Національна корпорація клірингу цінних паперів (National Securities Clearing Corporation-NSCC). Ця корпорація створена свого часу шляхом об'єднання трьох регіональних ЦКА і нині є найбільшою в світі з обслуговування корпоративних акцій. Опосередковано вона займає вагомі позиції і в сфері обслуговування операцій з іншими цінними паперами, бо є власником великих пакетів акцій інших ЦКА: 24% – в Урядовій корпорації клірингу цінних паперів (Government Securities Clearing Corporation), що обслуговує ринок урядових облігацій; 14% – у Корпорації клірингу цінних паперів ринків (Emerging Markets Clearing Corporation), що розвиваються, створеній для операцій з «облігаціями Бреді» (Brady bonds), а також 10% – у Корпорації клірингу іпотечних цінних паперів (MBS Clearing Corporation). У 1999 р. Корпорація об'єдналася з Депозитарно-трастовою компанією (у Депозитарно-трастову і клірингову корпорацію – Depository Trust & Clearing Corporation) і вже в листопаді почала виявляти інтерес до європейського ринку, створивши разом з Euroclear і Лондонською кліринговою палатою Європейську корпорацію клірингу цінних паперів (European Securities Clearing Corporation ESCC), що надає послуги ЦКА на ринку європейських урядових паперів. Тому є всі підстави вважати, що американці, які обслуговують клієнтів, котрі здійснюють операції по всьому світу, не зупиняться на цьому, а спробують глобалізувати функції ЦКА, наприклад, створивши клірингову палату для інших ЦКА, або повторити операцію зі створення спільного підприємства з іншими ЦКА, але вже на всесвітньому рівні.

Таким чином, резюмуючи короткий огляд новітніх тенденцій на фондовому ринку Європи, можна визначити найважливіші з них:

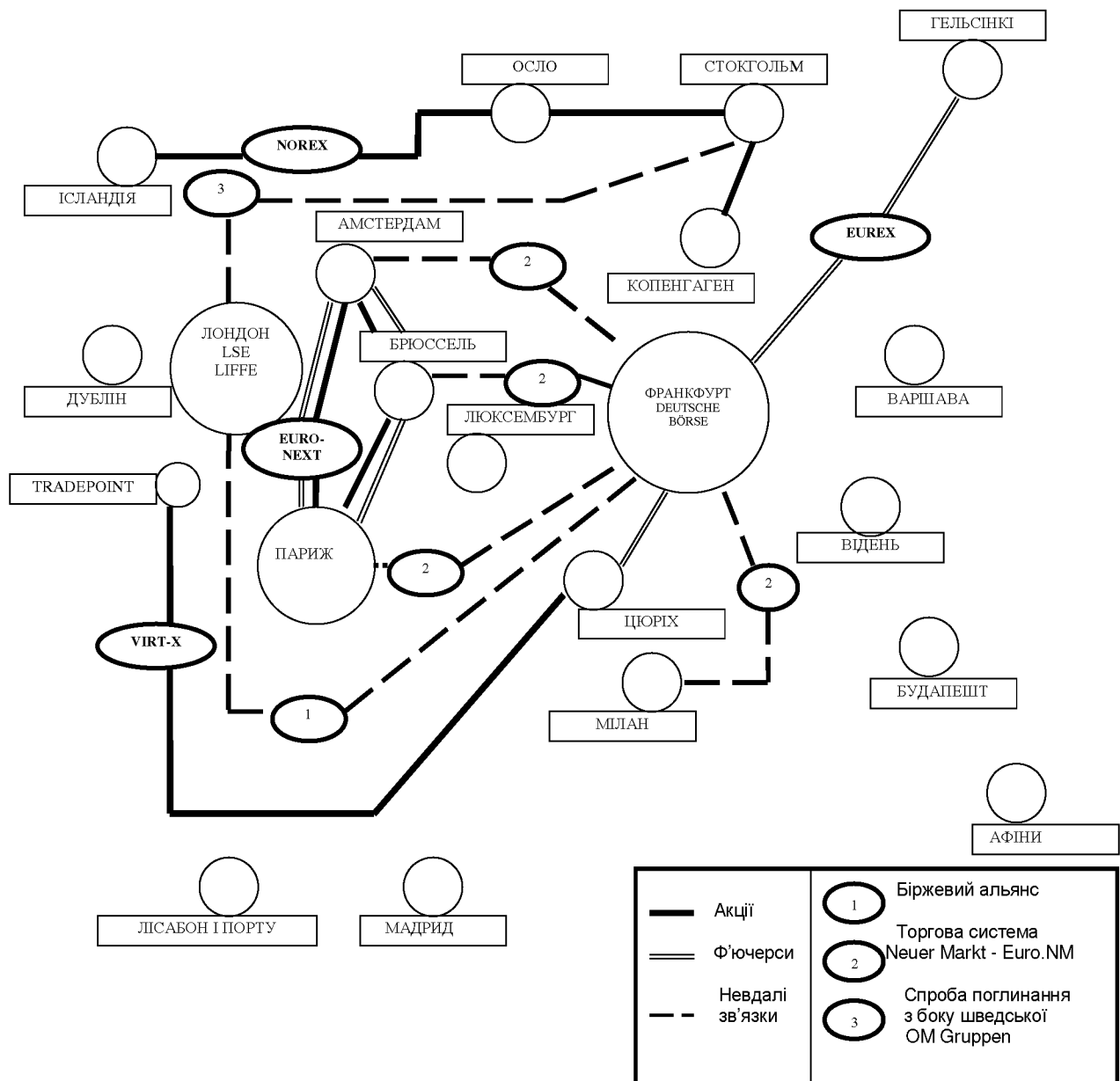
- сек'юретизація (securitisation) фінансових операцій з акцентом на розвиток корпоративних фінансових інструментів (передусім, акцій і їх похідних);
- активізація участі європейських фінансових інститутів у глобальних операціях (значною мірою під впливом американських конкурентів);

- інтеграція фондового ринку країн Європи (не лише в межах ЄС) і, як результат, міждержавна консолідація інститутів інфраструктури фондового ринку;
- комерціалізація принципів діяльності організаторів фондової торгівлі;
- сегментація європейського фондового ринку, що посилюється за рахунок появи великої кількості нових національних ринків, які, прагнучи інтегрувати в загаль-

ноєвропейський економічний простір, на даному етапі змушені вирішувати проблеми свого становлення, чому й ризикують значно відстати (кількісно і якісно) від групи країн-лідерів.

Без усякого сумніву, європейський фондовий ринок переживає свій «зоряний час», а результати трансформацій, що виникають, можуть на багато років вперед визначити його майбутнє.

Схема 1. Система європейських фондових бірж.



Лондон і Франкфурт на фінансовому ринку Європи (млрд. євро)

	Лондон	Франкфурт
Ринкова вартість акцій місцевих компаній, що котируються	2.300,0	1.000,0
Ринкова вартість акцій міжнародних компаній, що котируються	4.400,0	31,0
Ринкова вартість молодих компаній, що зростають	7,0	38,0
Вартість акцій, що знаходяться в управлінні інституційних інвесторів	1.600,0	307,0
Розмір ринку національних урядових облігацій	443,0	732,0
Розмір ринку міжнародних облігацій	3,200,0	317,0
Розмір ринку щоденних валютних оборотів	637,0	94,0
Розмір міжнародного банківського кредитування	1.800,0	708,0
Номінальний розмір щоденного обороту деривативів	339,0	174,0
Кількість контрактів з деривативами, що укладаються кожен день	520.213	1.500.000
Активи банківського сектору (в процентах до ВВП)	128%	145%
Кількість представлених іноземних банків	555	280
Чисельність персоналу, зайнятого в фінансовому секторі	1000.000	175.000

Джерело: Institutional Investor, May 1999, p. 37.