

## Консолидация и экспансия национальных бирж развитых стран

© 2010 А.А. Товмасын

Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова

E-mail: artur.tovmasyan@mail.ru

Процесс консолидации фондовых площадок в развитых странах стал заметной мировой тенденцией начиная со второй половины XX в. Общее количество бирж повсеместно сократилось, а в некоторых странах в результате процессов консолидации осталось по одной бирже.

*Ключевые слова:* фондовые биржи, реформы биржевого сектора, консолидация фондовых бирж, биржи развитых стран.

Со второй половины XX в. заметной международной тенденцией в финансовой сфере стал процесс консолидации фондовых бирж в развитых странах. Общее количество бирж повсеместно сократилось, а в некоторых странах в результате процессов консолидации работает по одной бирже, например в Англии, Австралии, Франции.

Общей причиной процессов консолидации в биржевой сфере стала глобализация, и прежде всего в финансовой сфере. Развитые страны выступали инициаторами и “законодателями мод” в финансовой глобализации, опираясь на мощь международных финансово-промышленных групп. Глобализация мировой финансовой системы и изменяющаяся роль ее институтов вели ко все большей взаимозависимости национальных финансовых систем. Эта взаимозависимость диктовала необходимость усиления национальных финансовых институтов, включая рынки ценных бумаг. Усиление финансовых институтов осуществлялось путем модернизации и диверсификации их деятельности, а также с помощью механизмов консолидации, свойственных реальному сектору (т.е. слияний и поглощений, стратегических альянсов), разного рода кооперационному, договорному взаимодействию. Биржевой сектор, в целом отставая от общих темпов консолидации в реальном секторе, тем не менее, развивался в русле процессов внутренней консолидации, с последующей интернационализацией и глобализацией этой деятельности.

Среди развитых стран процессы консолидации фондовых бирж весьма активно развивались в США. В начале XX в. в США насчитывалось около 200 фондовых бирж, в 1931 г. - их было 38. В настоящее время действуют 7 фондовых бирж. Из них Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE) и Американская фондовая биржа (American Exchange) являются основными (primary exchange). Другие пять - это: Бостонская, Филадельфийская, Чикагская, Национальная и NASDAQ.

После биржевого краха (1929-1932) внимание к индустрии ценных бумаг, как и ко всему

финансовому сектору, резко возросло, усилилось его государственное регулирование.

Поскольку биржевой кризис в США принял самые разрушительные формы, постольку в этой стране в 30-е гг. XX в. возникла первая в мире наиболее жесткая и эффективная система регулирования фондового рынка. Принцип “раскрытия информации”, сформулированный в 1933 г. в Законе США о ценных бумагах, получил отражение в соответствующих нормативных актах большинства стран мира. Принципы регулирования фондового рынка, испробованные в США, были после Второй мировой войны заимствованы многими странами. Комиссия по ценным бумагам и биржам США, созданная в 1934 г., - основной орган, занимающийся регулированием рынка ценных бумаг. Она охотно делится своим опытом с представителями родственных государственных учреждений других стран мира, устраивая специальные семинары и конференции.

Активизация процессов внутренней консолидации наблюдалась в начале XXI в., что послужило в последующие годы развитию интернационализации и глобализации деятельности американских бирж. В конце 2001 г. комиссия по ценным бумагам и биржам разрешила создать новую биржу - Archipelago Exchange (ArcaEx) путем объединения электронной коммуникационной сети (ECN) Archipelago и Тихоокеанской биржи (Pacific Exchange). В конце 2005 г. NYSE приобрела Archipelago.

В марте 2005 г. руководство NYSE приступило к переговорам с ArcaEx о слиянии, которое официально состоялось в марте 2006 г. С этого времени биржа стала называться NYSE Group. Ее организационно-правовое устройство - открытое акционерное общество (public corporation), акции которого свободно продаются на рынке. После объединения с биржей Archipelago торговля в рамках группы NYSE осуществляется двумя способами: классическим и электронным. Классический способ всегда являлся основой работы на NYSE. Торговля той или иной акцией

осуществляется только в строго определенном для данной ценной бумаги месте - у соответствующего торгового поста (trading post). За каждым постом (их порядка 20) закреплено несколько десятков акций.

На этом консолидация американских бирж не завершилась. В 2003 г. Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (NASD) продала принадлежащую ей американскую фондовую биржу (AMEX), выставленную на продажу еще в 2001 г. В 1998 г. NASD присоединила AMEX к принадлежащей ей системе NASDAQ Stock Market с целью получить преимущества в борьбе с главным конкурентом - Нью-Йоркской фондовой биржей. Но этот союз оказался неэффективным, и биржа была выставлена на продажу. AMEX в США называют "биржей у обочины", которая в начале XX в. создавалась как уличная биржа и получила первое помещение только в 1921 г.

Консолидация NASDAQ и AMEX способствовала совместной разработке некоторых популярных продуктов. Самый известный из них - NASDAQ-100 Index Trading Stock - некое подобию торгующихся на бирже паев фонда, портфель которого сформирован на основе котировок 100 крупнейших нефинансовых компаний на NASDAQ (неофициально его еще называют QQQ). Однако доля AMEX в торговле такими паями существенно сократилась с момента их введения в 1999 г. После продажи Чикагскому фонду прямых инвестиций биржа AMEX в целом сократила свои позиции на рынке торговли акциями и паями.

Рассмотрим особенности процесса консолидации в Европе. Процессам консолидации деятельности бирж ЕЭС предшествовали попытки руководства Сообщества гармонизировать работу финансовой сферы в странах-членах ЕС. Эти шаги начали предприниматься задолго до принятия решения о создании единого валютного пространства. Принимаемые руководством ЕЭС (ЕС) Директивы, регулирующие операции в финансовой сфере, были нацелены на устранение дискриминации в финансовой сфере и стимулирование конкуренции. В 1985 г. был принят пакет директив относительно регулирования трансграничных сделок, осуществляемых взаимными и общими инвестиционными фондами; взаимного признания перечней ценных бумаг, допущенных на фондовые биржи, а также относительно фондовых операций, вопросов информирования широкого круга инвесторов о предлагаемых выпусках ценных бумаг. Однако принципиально важные для развитых инвестиционных услуг законы были введены в действие только в

1953 г. С 1994 г. действуют договоренности об использовании компаниями национальной документации при регистрации перечней ценных бумаг на фондовых биржах других стран. Эта мера облегчила реализацию проекта создания Федерации европейских фондовых бирж. Объединение фондовых бирж должно было обеспечить глубокий и ликвидный рынок для ведущих инвестиционных компаний, поскольку позволит им котировать акции на биржах, по крайней мере, шести стран.

Среди стран Западной Европы процессы консолидации национальных фондовых бирж имеют заметные отличительные черты в Великобритании. После Второй мировой войны в результате постепенной интеграции английских фондовых бирж все национальные биржи, включая биржу в Дублине (Ирландия), превратились в региональные подразделения Лондонской фондовой биржи (1973). В декабре 1995 г. Дублинская фондовая биржа отделилась в самостоятельную Ирландскую фондовую биржу.

Заметные изменения произошли в деятельности Лондонской фондовой биржи (ЛФБ), начиная с 1986 г. на ЛФБ была проведена реформа, получившая название "Большая встряска" (Big Bang). Реформа ликвидировала деление членов биржи на брокеров и дилеров, допустила на биржу банки, другие финансовые учреждения, а также иностранцев, отменила фиксированные коммиссионные и осуществила переход на компьютерную систему торговли SEAQ, основой которой стала американская NASDAQ. В результате проведенной реформы ЛФБ заметно усилила свои конкурентные позиции не только в Европе, но и в мире, перетянув к себе значительную часть торговли акциями эмитентов из континентальной Европы. В октябре 1997 г. была введена в действие новая автоматизированная торговая система SETS. Это событие было охарактеризовано специалистами как вторая "Большая встряска". В рамках системы SETS осуществляется торговля только акциями крупнейших национальных эмитентов. В результате на ЛФБ используются одновременно система ввода котировок (SEAQ при торговле акциями национальных эмитентов и SEAQ international при торговле акциями иностранных эмитентов) и система ввода приказов SETS.

Процессы реформирования и консолидации деятельности британских бирж затронули и рынки деривативов. В 1982 г. была образована Лондонская международная финансовая фьючерсная биржа (London International Financial Futures Exchange) - LIFFE. Эта биржа стала первой неамериканской биржей финансовых фьючерсов.

Это событие произошло вскоре после первой отмены валютных ограничений в Великобритании с целью обеспечения экономических агентов механизмом управления валютными и процентными рисками. После объединения с рынком опционов ЛФБ в 1992 г. она превратилась в одну из крупнейших специализированных бирж деривативов<sup>1</sup>. В 1996 г. после слияния с Лондонской товарной биржей, испытывавшей финансовые проблемы, на LIFFE стали торговать контрактами на кофе, какао и сахар.

В 2001 г. LIFFE была приобретена панъевропейской биржей Euronext (появившейся, в свою очередь, в 2000 г. в результате слияния Парижской, Амстердамской и Брюссельской бирж, о чем речь пойдет ниже). В результате слияния биржа стала называться Euronext LIFFE. В нее полностью вошел весь сегмент торговли деривативами Euronext.

Помимо процессов консолидации бирж, следует отметить и процесс их диверсификации. Кроме ЛФБ, которая до середины 1990-х гг. была единственным рынком акций, со второй половины десятилетия начинают появляться новые торговые системы. Некоторые, например электронная биржа Tradepoint, получили статус биржи. Успешное развитие Tradepoint способствовало тому, что в марте 1999 г. она получила разрешение от комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC) на деятельность в этой стране. Tradepoint стала первой иностранной фондовой биржей, функционирующей в США. Экспансия Tradepoint продолжилась в рамках европейского континента, где в июне 2001 г. она слилась с Швейцарской биржей, образовав биржу Virt-X. На ней торгуются акции крупнейших европейских эмитентов.

Деятельность ЛФБ и других британских бирж по перестройке, модернизации и экспансии их деятельности, способствовавшей повышению их конкурентоспособности, побудила к активизации реорганизации своей деятельности и другие европейские биржи, которая осуществлялась как в рамках национальных программ, так и в рамках Директив Сообщества и затем ЕС.

Так, во Франции после Второй мировой войны функционировало семь фондовых бирж. Многие годы фондовые биржи конкурировали между собой, осуществляя котировку одних и тех же ценных бумаг. В 1962 г. специальным декретом для каждой акции был определен один биржевой рынок. В 1980-е гг. фондовый рынок Франции претерпел изменения. Закон о реформе биржевого рынка 22 января 1988 г. закрепил радикальное изменение статуса основных участников рынка - их превращение в компании, в

капитале которых могут участвовать другие финансовые учреждения (банки, страховые компании и др.), как французские, так и иностранные. В результате реформы Парижская биржа приобрела форму акционерного общества. В 1986 г. Парижская фондовая биржа ввела в действие компьютерную торговую систему CAC (Cotation Assistée en Continu), основанную на вводе приказов и позаимствованную у Торонтской фондовой биржи, где она называлась CATS<sup>2</sup>.

В результате компьютеризации ПФБ голосовой аукцион по акциям и облигациям был полностью прекращен. Затем закрылись залы и на провинциальных биржах. Их деятельность была переведена в торговую систему Парижской биржи. Региональные биржи превратились фактически в филиалы Парижской биржи. Формально они были самостоятельными, фактически функционировала лишь одна биржа - Парижская. Такую ситуацию характеризует и название организации - Общество французских бирж - Парижская биржа (Societe des Bourses Francaises - Paris Bourse). Фактически с начала 90-х гг. XX в. во Франции возник единый общественный фондовый рынок.

В июне 1999 г. после завершения технологического обновления ПФБ произошло ее формальное объединение с двумя биржами, специализирующимися на торговле деривативами MATIF SA, MONEP SA, а также с "Новым рынком" (Societe du Nouveau Marche). В результате возникла новая биржевая группа под названием Paris Bourse SA. Формальность этой группы заключается в том, что ее участники сохранили собственную систему регулирования и структуру.

Реформирование фондовых площадок в Германии происходило несколько позднее - их пик пришелся на 90-е гг. XX в. В середине 2000-х гг. в Германии работало 8 фондовых бирж: во Франкфурте, Дюссельдорфе, Мюнхене, Гамбурге, Берлине, Штутгарте, Ганновере и Бремене. Две из них - Франкфуртская и Дюссельдорфская - осуществляют большую часть операций. В 1980-1990 гг. Франкфуртская фондовая биржа заметно опередила Дюссельдорфскую и доминирует на биржевом рынке. Как отмечает Б.Б. Рубцов, "не исключено слияние всех бирж. Фактически и сейчас систему немецких бирж во многом можно рассматривать как единую"<sup>3</sup>.

Реформа Франкфуртской фондовой биржи (ФФБ), реализуемая с начала 1990-х гг., включала создание акционерного общества "Немецкая фондовая биржа" (Deutsche Bourse AG), членом которого стали банки (81% капитала), региональные биржи (10%) и курсовые свободные маклеры (9%). Немецкой фондовой бирже при-

надлежит также депозитарно-клиринговая организация и информационно-технический центр, обслуживающий все германские биржи. Фактически Немецкая биржа представляет собой группу, состоящую из кассовой и срочной биржи и соответствующих инфраструктурных организаций. Немецкая биржа в начале 2001 г. провела размещение своих акций среди широкого круга инвесторов, ее акции имеют листинг и на ФФБ. Следует отметить, что, согласно немецкому законодательству - Закону о биржах (1896), биржи формально не могут быть коммерческими организациями, будучи учреждениями публичного права. По данным Мировой федерации бирж, впервые за всю историю существования биржевых площадок в Лондоне (LSE) и Франкфурте (FWB) FWB обогнала LSE по биржевому обороту акций и стала в начале 2009 г. номером один в Европе. Это произошло с декабря 2008 г. по февраль 2009 г., когда FWB обошла LSE по этому показателю почти на 60 млрд. долл. США, при том, что количество компаний, зарегистрированных на FWB почти в 4 раза меньше, чем на LSE. Капитализация FWB в апреле 2009 г. превышала 10 млрд. долл. США<sup>4</sup>.

Реформы биржевого сектора в 90-е гг. XX в. осуществлялись в Бельгии, Испании и Италии. При этом в Италии произошло сведение всех фондовых бирж страны в единую Итальянскую биржу. В Швейцарии процесс консолидации бирж проходил путем закрытия четырех провинциальных бирж и интеграции трех оставшихся в Цюрихе, Базеле, Женеве в одну - Швейцарскую биржу, которая была полностью компьютеризирована. Надзор над фондовым рынком страны перешел от кантональных властей к Федеральной банковской комиссии.

Анализируя процессы консолидации биржевых площадок на национальных уровнях, следует констатировать, что существенным фактором в развитии консолидационных процессов стала обострившаяся к концу XX в. конкуренция между ведущими международными финансовыми центрами развитых стран. К наиболее серьезной борьбе между МФЦ Лондона и Нью-Йорка в конце 2000-х гг. стали подключаться и новые формирующиеся МФЦ ряда развивающихся стран, что еще больше обостряло конкуренцию и требовало адекватных шагов по поддержанию своей силы и мощи.

В целом, внутренняя консолидация фондовых рынков в развитых странах стала необходимой предпосылкой и плацдармом к их дальнейшей трансграничной экспансии в региональном, трансатлантическом, глобальном масштабе. Формируемая глобальная финансовая система получила завершающее звено своей архитектуры, без которого она не могла бы претендовать на роль лидера в современной мировой экономике.

<sup>1</sup> www.liffe.com. С этого момента она поменяла название на London International Financial Futures and Options Exchange, сохранив при этом бренд LIFFE.

<sup>2</sup> В 1995 г. ПФБ ввела новую систему SUPERCAC, позволяющую использовать новые типы приказов. Эта система через некоторое время была обратно продана Торонтской фондовой бирже. Такая же система установлена на Брюссельской фондовой бирже. В 1999 г. после очередной модернизации система стала называться NSC (Nouveau Systime de Cotation).

<sup>3</sup> Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: учеб. пособие. М., 2007. С. 437.

<sup>4</sup> РБК-daily. 2009. 17 апр.

*Поступила в редакцию 02.06.2010 г.*