Федеральное агентство по образованию

Государственное образовательное учреждение высшего профессионального образования

**ДОКЛАД НА НАЧНУЮ КОНФЕРЕНЦИЮ**

НА ТЕМУ: ***«Рынок ценных бумаг Германии».***

**Выполнили:**

**Проверила:**

## Воронеж 2008

**Содержание**

1. Тенденции развития рынка ценных бумаг Германии……………………….3

2. Структура рынка ценных бумаг………………………………………..……..6

3. Виды ценных бумаг…………………………………………………………..15

4. Государственное регулирование рынка ценных бумаг Германии………...20

**1. Тенденции развития рынка ценных бумаг Германии**

Германия занимает третье место среди ведущих стран по значимости рынка ценных бумаг в накоплении капитала, а по многим показателям занимает первое место в Европе. В то же время доля Германии на мировом рынке ценных бумаг составляет всего 2,5 %, что связано с достаточно поздним развитием самого рынка ценных бумаг. По существу движение и развитие рынка ценных бумаг началось только с конца 1954г. Благодаря вмешательству правительства и введению налоговых и других льгот. Высокие темпы роста экономики ФРГ усилили накопление капитала и способствовали увеличению фиктивного капитала. Уже в 1965г. Выпyск всех видов ценных бумаг составил 4,4% ЧНП и 23% валовых капиталовложений в стране. Номинальная стоимость ценных бумаг с фиксированным процентом, находящихся в обращении, составила 100 млрд. марок, однако их рыночная стоимость была значительно ниже и равнялась 78 млрд. Резко возросла доля покупаемыx акций, которая составила приблизительно 1/3 всего объема ценных бумаг, в то время как в 1950-е годы в структуре приобретаемых бумаг, преобладали облигации и ипотеки. В этот же период возросла мобилизация денежных средств населения в ценные бумаги со 100 млн. марок в середине 1950-х годов до 6,9 млрд. в середине 1960-х и составила 20% всех личных сбережений. Впоследствии индивидуальные инвесторы, в первую очередь состоятельные, играли определяющую роль. Во владении 162 тыс. состоятельных семей, т.е. 1/5 всех семей, находилось 90% всех акций. При этом 41% владельцев имели акции, курсовая стоимость которых не превышала 2 тыс. марок.

Дальнейшее развитие рынка наблюдалось в 1970-1980-е годы, когда средняя цена акций выросла более чем вдвое. Изменилась структура инвесторов, значительно уменьшилась доля индивидуальных инвесторов с 90 до 55%. В 1970-х годах только один из 12 жителей был владельцем акций. На долю институциональных инвесторов приходилось 15%, на долю коммерческих банков - 30%. Возрос оборот облигаций с 38 млрд. марок в 1959 г. до 777 млрд. в 1983 г., в то же время замедлился рост акций в обращении, хотя их оборот и вырос с 28 млрд. марок до 101 млрд., т.е. в 3,6 раза. Наиболее ярко специфи­ка рынка ценных бумаг проявилась в структуре находящихся в оборо­те титулов собственности: более 66% приходилось на различные бан­ковские облигации, около 22 - на государственные займы, 11,8 - на акции и только 0,2% всех ценных бумаг составляли корпоративные облигации. Впоследствии рынок ценных бумаг продолжал развивать­ся (табл. 1), но основные тенденции, сформировавшиеся в эти годы, сохранились: продолжался рост количества облигаций, а число зареги­стрированных выпусков акций снижалось. К началу 1990-х годов доля домашних хозяйств в структуре акционерного капитала предприятий снизилась до 16,8%, а в 1997-1998 гг. на долю индивидуальных инвесторов приходилось лишь 13% всех акций, что составило 6% финансовых активов населения. В то же время возросла роль рынка ценных бумаг в мобилизации денежного капитала. В 1996г. на немецких биржах был получен рекордный оборот - 8,9 трлн. марок, увеличившись по сравнению с 1995г. на 0,8 трлн. марок, Примерно три четверти оборо­та приходилось при этом на ценные бумаги с твердым процентом и четверть - на акции.

Таблица 1. Объем с6ыта и оборот ценных бумаг, млpд. марок (%)

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Год* | *Всего* | *Твердопроцентные ценные бумаги* | | | | *Акции* |
| *всего* | *банковские* | *корпора-*  *тивныe* | *государ-*  *cтвeнныe* |
| 1985 | 266,9 | 261,1 (97,8) | 197,3 (75,6) | 0,6 (0,2) | 63,2 (24,2) | 5,8 (2,2) |
| 1990 | 443,2 | 428,7 (96,7) | 286,7 (66,9) | 0,3(0,06) ((0,06\_(0,06) | 141,9 (33,1) | 14,5 (3,3) |
| 1995 | 645,3 | 620,1 (96,0) | 470,6 (75,9) | 0,2 (0,03) | 149,3 (24) | 25,2 (3,9) |
| 1996 | 745,3 | 731,9 (98,2) | 563,1 (76,9) | 1,7 (0,23) | 167,1 (22,8) | 14,4 (1,7) |
| 1997 | 908,5 | 896,6 (98,7) | 621,7(69,3) | 1,9 (0,21) | 222,9 (24,9) | 11,9(1,3) |
| 1998 | 1056,8 | 1030,8 (97,5) | 789,1 (76,5) | 3,4 (0,2) | 238,4(23,1) | 26,0 (2,5) |
| 1999 | 788,6 | 694,3 | 571,2 | 2,6 | 120,5 | 94,3 |
| 2000 | 828,6 | 817,3 | 659,1 | 8,1 | 150,1 | 11,4 |
| 2001 | 881,4 | 870,2 | 687,9 | 11,3 | 171,0 | 11,2 |
| 2002 | 1079,2 | 1068,2 | 818,7 | 17,6 | 231,9 | 11,0 |

С этого времени начались новые эмиссии акций немецких акционерных компаний. Если в 1996г. Число новых эмиссий составило 14, то в 1999г. их было уже 175. Бум на бирже в 1999г. повысил не только курс акций, но и их число. Однако после краха 2000г. вновь про­изошли сокращение эмиссионной деятельности (в 2000 г: число эмис­сий составило 142, в 2001 - 26, в 2002 - 7 и в 2003 - 0) и делистинг акций как немецких, так и иностранных компаний. Снизилось число акционеров. К 2003г. только 11,1 млн. немцев, или 17% всего взрос­лого населения, являлись акционерами, в то время как еще в 2001г. их насчитывалось 13,5 млн., или 21 %. Причиной такого снижения стал сильнейший, сравнимый с кризисом 1929-1932 гг. биржевой крах. Доля акций как инструмент вложения денежных средств снизилась за этот период с 2 до 4,5%.

В целом же современный рынок ценных бумаг Германии характеризуется следующими особенностями:

* рынок облигаций развит более значительно, чем рынок акций. Соотношение облигаций и акций в Германии составляет 10 : 1, в то время как в США, например, 4 : 3. Среди долговых инстру­ментов почти вся задолженность приходится на банковские облигации и обязательства федерального правительства;
* преобладающее значение имеют государственные ценные бумаги и бумаги коммерческих банков. Среди всех ценных бумаг 3/5 приходится на долговые обязательства банков с фиксированными доходами;
* существующая традиция прямого кредитования на покрытие дефицита государственного бюджета уменьшает долю выпуска государством ценных бумаг;
* низкая доля акций. Из более чем 500 000 фирм акционерным являются 15206, при этом акции не более 800 предприятий котируются на бирже, из них только у 60 предприятий собственность действительно распылена. Предприятия предпочитают увеличивать капитал не за счет выпуска акций, а за счет привлечения заемных средств;
* доля участия банков в уставном фонде промышленных предприятий высокая или сравнительно высокая, что приводит к существованию различных форм ассоциаций банков с предприятиями;
* незначительная роль корпоративных облигаций определяется высокой долей прямого банковского кредитования в финансировании народного хозяйства. На долю банковских кредитов приходится 50-60% всего привлеченного капитала предприятий;
* на рынке ценных бумаг преобладающее влияние имеют банки, их доля в финансовых активах стабильна, 2/5 национальных ценных бумаг с твердым процентом находится в руках банков. Только Deutsche Bank управлял в 1999 г. ценными бумагами общей стоимостью свыше 100 млрд. долл.

**2. Структура рынка ценных бумаг**

Рынок ценных бумаг Германии неоднороден и в зависимости от эмиссии ценных бумаг подразделяется на *первичный,* где происходит реализация новых видов ценных бумаг, и *вторичный* рынок, на кото­ром осуществляется их перепродажа.

В зависимости от места проведения сделок с ценными бумагами есть *биржевой* и *внебиржевой* рынок, на который приходится 90% про­даж ценных бумаг. В зависимости от степени регулирования, «свобо­ды» рынка немецкое биржевое право подразделяет рынок ценных бу­маг на три сегмента:

* *официальный* (amtlicher Handel), 95% всего биржевого оборота, где на основе официальной котировки реализуются допущенные в биржевой зал специальным органом фондовой биржи ценные бумаги, курсы которых устанавливаются биржевым маклером;
* *регулируемый* (geregelter Markt), 5% биржевого оборота, для ко­торого характерны облегченные условия допуска ценных бумаг, менее строгие обязанности по публикации отчетов, чем на офи­циальном рынке, и установление биржевых курсов специально назначенными свободными маклерами;
* *свободный* (frei Verkehr) (внебиржевой оборот), на котором осу­ществляется торговля ценными бумагами, не допущенными на официальный и регулируемый рынки.

В 1997г. возник Новый рынок, действующий параллельно с биржевым и объединяющий рынки Парижа, Франкфурта, Брюсселя и Амстердама, на котором торгуются акции перспективных малых компаний.

Исходным звеном функционирования рынка ценных бумаг в определенной степени служит первичный рынок. На нем основные эми­тенты - государство, муниципалитеты, промышленные компании и кредитные институты - осуществляют эмиссию и первоначальное размещение ценных бумаг, которые впоследствии либо осядут у инвесторов, либо перейдут на вторичный рынок. Для эффективной реа­лизации ценных бумаг и снижения риска потерь создаются специаль­ные эмиссионные консорциумы, объединяющие разные институты фондового рынка и различных инвесторов. Эмиссия и размещение федеральных займов на первичном рынке государственных ценных бумаг осуществляется посредством Федерального консорциума, об­разованного в 1952г. при содействии центрального банка - Немец­кого федерального банка (Deutsche Вundеsbаnk).

Процедура реализации ценных бумаг на первичном рынке включает в себя несколько этапов. На первом ведутся переговоры консорциума с эмитентом относительно вида, объема и условий эмиссии, заключается эмиссионный договор, разрабатывается реклама. Особое значение на этом этапе имеет разработка проспекта эмиссии; учет в нем всех необходимых данных, отражение правильной и полной информации о ценных бумагах и эмитенте, так как если в проспекте эмиссии указаны неправильные данные об эмитируемых бумагах, ответственность за это несут издатели проспекта и лицо, давшее поручение на его издание. На втором этапе конкретный институт pынкa, чаще всего консорциум, перенимает на себя ответственность по сбыту ценных бумаг и соответствующие риски, которые определяются эмиссионным договором. Для первичного рынка ФРГ характерно три вида этого процесса:

* полное, когда консорциум покyпает у эмитентов все выпущенные ценные бумаги и становится их собственником, при это эмитент получает полный стоимостной эквивалент эмиссии ценных бумаг;
* комиссионное, когда консорциум за определенное комиссионноевознаграждение получает от эмитента ценные бумаги на реализацию, а эмитент получает деньги после полной реализации ценных бумаг;
* представительское, когда консорциум берет на себя организацию эмиссии и продажу ценных бумаг, осуществляя эти операции от имени эмитента и за его счет, эмитент при этом получает выручку от продажи ценных бумаг.

Размещение эмиссии осуществляется: двумя методами (способами): публично и частно.

*Публичное размещение* ценных бумаг - это размещение ценных бумаг на рынке с целью привлечь внешний капитал для реализации намеченных компанией планов собственного развития. Оно бывает первичным, когда размещается первый выпуск ценных бумаг, когда происходит либо появление новой компании, либо превращение закрытого акционерного общества в открытое, вторичным, когда происходят последующие эмиссии ценных бумаг, и второстепенным вторичным, в процессе которого происходит продажа собственных ценных бумаг при закрытии компании. Публичное размещение осуществляется в форме подписки, свободной продажи и тендера. Размещение в форме подписки осуществляется, путем твердого установления цен и методом «Bookbinding». В первом случае цена продаж устанавливается перед началом подписки и действует в течение всего ее cpoкa, инвесторам остается лишь определить количество, и стоимость поку­паемых ценных бумаг. Если в ходе подписки эмиссия будет исчерпа­на, то подписка может быть досрочно прекращена. Во втором случае в процесс установления цен вовлекаются инвесторы. В эмиссионном проспекте определяются ценовыe пределы для предложений на подписку, а инвесторы должны определить количество покупаемых ценных бумаг и предложить свою цену. Конечная цeна подписки устанавли­вается эмитентом после анализа всех предложений. Преимуществен­ные права на покупку ценных бумаг обычно отдаются предложениям долгосрочно ориентированных инвесторов. Свободная продажа про­исходит путем обязательного опубликования эмиссионного проспек­та, но кypc ценной бумаги остается свободным и устанавливается соотношением спроса и предложения. Тендерный метод предполагает пуб­личное размещение путем проведения аукционов. Различают количе­ственный аукцион, когда инвестору требуется указать только сумму, на которую он собирается приобретать ценные бумаги, и процентный аукцион, когда инвесторы должны указать ставку процента, на условиях получения которого они согласны инвестировать свой капитaл. Инве­стор вправе подать несколько заявок, а эмитент устанавливает минимальный курс или минимальный процент. Однако окончательно курс и процент определяются в ходе аукциона.

*Частное размещение* - это размещение ценных бумаг среди ограниченного круга инвесторов, котоpыe заранее известны. Такое размещение осуществляется в форме свободных продаж.

На первичном рынке государственных ценных бумаг 25-40% общего объема эмиссии размещает Федеральный консорциум, получая за это консорциальное вознаграждение в размере 0,875%, остальная часть реализуется путем тендерного размещения, осуществляемого Федеральными земельными банками при содействии Бундесбанка.

Первичный рынок в Германии является биржевым рынком. Все виды ценных бумаг, за исключением еврооблигаций, размещаются на официальном биржевом рынке, а обыкновенные акции реализуются на регулируемом рынке.

Вторичный рынок представлен биржевым и свободным рынками. Биржевой рынок Германии носит полицентрический характер, условленный большой степенью автономии земель, каждая из которых имеет свою фондовую биржу, и представлен восемью фондовыми биржами, находящимися в Берлине, Бремене, Франкфурте-на-Майне, Дюссельдорфе, Гамбурге, Ганновере, Мюнхене, Штутгарте. Основной оборот ценных бумаг приходится на Франкфуртскую биржу. Второе место занимает Штутгартская биржа, на которой осуществляются сделки с ценными бумагами как крупных, так и мелких эмитентов. На долю Дюссельдорфской биржи приходится 20% всего биржевого оборота.

Все фондовые биржи, кроме Франкфуртской, в Германии государственные. Они созданы местными органами власти и управляются торговыми палатами или торговыми ассоциациями.

Главными (а до 1996г. фактически единственными) участниками рынка ценных бумаг в целом и фондовых бирж в частности являются коммерческие банки, которые исполняют роль отсутствующих в Германии инвестиционных банков. В соответствии с законодательством только банковские организации имеют право работать с финансовыми средствами клиентов в области инвестиционной деятельности. На основании специальной лицензии они оказывают весь спектр услуг по хранению, распоряжению и залогy ценных бумаг и обслуживанию инвестиционной деятельности (например, выступают в качестве депо­зитариев). На бирже помимо этого они выступают в качестве брокеров и дилеров, имеют право передавать заявки инвесторов на биржу. Ком­мерческие банки могут совершать сделки и для частных инвесторов.

Универсальные коммерческие банки имеют значительный опыт проведения операций с ценными бумагами, и это считается нормальным для фондового pынкa Германии. Наряду с ними в настоящее время законными правами на операции с ценными бумагами обладают и небанковские компании по ценным бумагам (при условии получения специальной лицензии). Однако специализированные фирмы-инвесторы не многочисленны. Привлечение иностранных инвесто­ров или коммерческих банков на внутренний рынок ограничивается тем, что они должны иметь лицензию на свою деятельность в стране, даже если они не выдают кредитов. Однако в последние годы растет значение финансовых конгломератов на рынке ценных бумаг, которые в дополнение к работе с ценными бумагами могут также заниматься ипотекой через свой закладной банк, агентство по недвижимости или страховую компанию. Круг деятельности такого универсального фи­нансового концерна регyлируется Банковским наблюдательным управлением и Службой страхового наблюдения.

К профессиональным участникам бирж также относят:

* *свободных маклеров,* деятельность которых аналогична деятельности дилеров, т.е. они исполняют роль посредников между кредитными учреждениями, а также между банками, которые не располагают достаточным количеством собственных сотрудников на бирже, работают за свой счет и определяют курс в регулируемой и свободной торговле;
* *официальных курсовых маклеров,* выстyпающих профессиональными посредниками - аналогами брокеров, назначающихся Наблюдательным советом фондовых бирж, принимающих заявки на совершение операций с ценными бумагами и определение их курса и получающих комиссионное вознаграждение; их деятельность осуществляется на паркете, «паркетная торговля».

Основу биржевого механизма составляет сочетание формы организации биржевой торговли с агентским и дилерским рынком, определяет фундаментальные особенности биржевой торговли на каждой бирже. В большинстве это сочетание агентского рынка и аукциона, а биржи Германии, кроме того, являются еще и крупнейшими «залповыми» рынками. Например, на Франкфуртской фондовой бирже можно наблюдать агентский рынок в сочетании с онкольным, причем последний имеет очень «частый шаг» и по ликвидности практически не отличается от непрерывного. Ежедневно с 10.30 до 1.30 онкольный рынок идет частым шагом, при этом цена по активным вы­пускам меняется в среднем 30-40 раз, по неактивно торгуемым вы­пускам цена устанавливается одним залпом в 12 часов дня.

Как уже отмечалось, биржевой рынок Германии представлен двумя рынками - официальным и регулируемым. *Официальный рынок* представляет собой рыночный сегмент с наиболее высоким уровнем бе­зопасности инвеcтoров и предъявляет в соответствии с этим к эмитен­том и ценным бумагам самые высокие требования. На нем обращаются ценные бумаги, которые прошли процедуру листинга, при этом достаточно эмитенту важнейших ценных бумаг (национальных) пройти процедypy листинга хотя бы на одной из бирж, и его акции могут котироваться и на остальных семи. При допуске к биржевой торговле ценных бумаг в Германии решающую роль играют кредитные инсти­туты. Поэтому основная проблема для эмитента, желающего пройти процедуру листинга, - найти банк, который возьмет на себя ответственность ввести его ценные бумаги на биржу. Банк занимается под­готовкой документов на допуск, среди которых ходатайство эмитента о допуске своих ценных бумаг к официальной котировке на бирже, официально заверенная выписка из торгового реестра эмитента, пос­ледняя регистрация устава, а также годовые балансы и платежи за три года деятельности предприятия. После этого банк принимает на себя руководство по осуществлению процедуры листинга. Окончательное решение о допуске ценных бумаг к биржевой торговле выносит Ко­миссия по допуску ценных бумах к котировке на бирже. Законом о фондовой бирже в Германии предусмотрены определенные критерии допуска ценных бумаг к торгам: предприятие-эмитент должно просуществовать не менее трех лет, прежде чем оно сможет подать ходатайство; собственный капитал компании должен быть не менее 3,5 млн. евро; эмиссия должна достигать предположительной курсо­вой стоимости в размере 2,5 млн. евро; для обеспечения достаточного уровня спроса на акции, допуск которых предусматривается, необходимо разместить на рынке не менее 25% уставного капитала; ценные бумаги должны свободно обращаться на рынке, поэтому их деление по достоинству должно учитывать потребности биржевой торговли; нарядy с годовыми отчетами должны быть опубликованы про межуточные отчеты; акция каждого номинала и каждого вида, эмитируемая данной компанией, должна быть допущена на биржу.

На *регулируемый рынок*, находящийся под контролем коммерческих банков, приходится 90% общей торговли долговыми обязательствами Федеральных долговых обязательств и 80-100% банковских облигаций, евробонов. Для него, как части биржевой торговли, ха­рактерна торговля «за стойкой» - система организованного рынка, когда торговля осуществляется в определенные часы и в определенном месте. Здесь действует порядок регулярных торгов. Основными участниками рынка выступают как коммерческие банки, так и другие институциональные инвесторы. Это рынок акций средних и мелких предприятий, в основном такие предприятия являются собственностью семьи, и банк совместно с клиентом решает, какая их часть будет котироваться на внебиржевом организованном, или регулируемом рынке. Торгуются только допущенные к котировке ценные бумаги, правила допуска и обязанность публикации котировки осуществляются аналогично официальному рынку. Однако этот рынок отличает большая свобода при допуске ценных бумаг к торгам, условия допуска на регулируемый рынок несколько иные, критерии более лояльные. Для допуска этих ценных бумаг на рынок срок существования акционерного общества не имеет значения, в то же время, если отсутствует финансовый отчет эмитента, банк не станет подвергать себя риску и осуществлять торговлю такими ценными бумагами. Собственный капитал акционерного общества не должен составлять менee 500 тыс. евро, а процент распыления акций, т.е. распространения их среди акционеров, - не менее 4. Минимальная стоимость эмитируемых акций устанавливается в размере, превышающем 0,5 млн. евро.

В 2002 г. в соответствии с четвертым Законом о финансовых рынках на Новом рынке, который существует в настоящее время как параллельный с биржевым, были введены новые биржевые сегменты - Генеральный стандарт (General Standart) и Первоклассный стандарт (Prime Standart) в целях повышения транспарентности (прозрачности) рынка акций и улучшения правовых условий деятельности рынка. Новое сегментирование нацелено на повышение интегрированности рынка капиталов для эмитентов и инвесторов. Для Немецкой биржи это означает возможность снижения различий в правовых условиях, существующих на европейских биржах, и выход на международные стандарты торговли.

Основным отличием данных сегментов являются условия допуска к торгам. Для Генерального стандарта характерны законодательные требования транспарентности, а для Первоклассногo сегмента­ - наличие международных стандартов. Малые и средние предприятия, акции которых котируются на бирже, могут самостоятельно выбрать либо котировку по более высоким стандартам Первоклассного сегмента и быть доступными для иностранных инвесторов, либо более мягкий листинг на рынке Генерального стандарта.

Благодаря выравниванию требований регулируемого и официального рынков на все котирующиеся на бирже ценные бумаги создается единый высокий стандарт. Инвесторам это гарантирует транспарентность.

Первоклассный стандарт выполняет более серьезные требования транспарентности в Европе и облегчает позиционирование котирующихся акций предприятий для международных и институциональных инвесторов. Поэтому дополнительно к требованиям Генерального стан­дарта эмитенты должны выполнять следующие требования:

* представление ежеквартальной отчетности;
* применение международных стандартов отчетности (LAS, US GAAP);
* опубликование предпринимательского календаря с важнейши­ми терминами;
* проведение минимум одной аналитической конференции в год;
* представление квартальной и текущей отчетности на английс­ком языке.

Новый рынок выполняет две основные задачи: введение более высоких стандартов, существующих в Европе, и представление молодыхинновационных предприятий инвесторам, как отечественным, так и зарубежным. Вторая задача становится все более значимой, так как дает возможность дальнейшего финансирования малых и средних предприятий технологических отраслей на рынке капиталов.

**3. Виды ценных бумаг**

Основным объектом рынка ценных бумаг ФРГ выступают ценные бумаги. В немецком законодательстве oтcyтствует понятие ценных бумаг, поэтому определения, даваемые в литературе довольно расплывчатые, в большей степени рассматривающие ценные бумаги как «документы, в которых права владельца закреплены таким образом, что для их осуществления необходимо владение дaнным дoкyмeнтом». Прaктика же немецкого фондового рынка включает в понятие цeнных бумаг самые разнообразные документы с множеством индивидуальных особенностей, в соответствии с которыми они могут классифицироваться по следующим признакам:

•по *способу передачи прав собственности.* Различают предъявительские, ордерные и именные ценныe бумаги;

* по *виду закрепления прав.* Ценные бумаги подразделяются на долговые, к которым относят прежде всего облигации и долевые ценные бумаги;
* по *виду и повторяемости получаемого дохода.* Выделяют ценные бумaги денежного рынка, удостоверяющие право на одноразовое получение определенной суммы денег, к которым относят чеки и векселя; ценные бумаги pынка капиталов, удостоверяющие право на многократное получение дохода или на владение частью капитала предприятия, к которым относят акции и облигации; ценные бумаги товарного рынка, удостоверяющие право на получение определенных товаров, к которым, в частности, относят коносаменты и складские расписки.

Наибольшее значение на рынке ценных бумаг имеют классические ценные бумаги - акции и облигации. Выпуск и хождение акций регулируется Законом об акциях.

Основными владельцами акций являются индивидуальные инвесторы (прямые владельцы акций), которые владеют 13% всех акций, институциональные инвесторы (на их долю приходится 68%), государство (3%) и иностранные инвесторы (16%). Практически все сертификаты акций находятся в централизованном депозитарии. Долгое время он носил название Немецкий кассовый союз, а с начала 2000г. - Clearstream.

Акции грyппируют по трем критeриям - способу передачи прав, виду прав, закрепленных в акциях, и времени эмиссии.

По *способу передачи прав* выделяют именные, на предъявителя и ванкулированные именные акции. Для передачи прав по именной акции требуется согласие сторон, передача сертификата, заявление об уступке прав (цессия) и регистрация нового владельца; доля таких акций в торговом обороте незначительна. Ванкулированные акции в отличие от именных требуют согласия акционерного общества на покупкy-продажу данной ценной бумaги. В основном акции выпуска­ются на предъявителя, что облегчает процесс передачи прав при по­купке-продаже ценной бумаги на рынке, и только страховые компа­нии должны выпускать именные ценные бумаги. Однако с 1999г. некоторые немецкие акционерные общества стали конвертировать свои предъявительские акции в именные.

По *виду прав, закрепленных в акциях,* различают обыкновенные, дающие право управления фирмой или право голоса, участия в годовом собрании акционеров, приобретения «молодых» акций при уве­личении основного капитала и получения дивиденда, и привилегированные акции, предполагающие первоочередное получение дивиденда, но не дающие права голоса на собрании акционеров. В отличие от американской классификации привилегированных акций в Германии выделяют три основных вида таких акций:

* с преимуществами в праве голоса (многоголосые), которые вы­пускаются крайне редко, с разрешения министра экономики соответствующей федеральной земли и только в том случае, если данное предприятие имеет особое значение для экономики стра­ны в целом;
* с увеличенным дивидендом, который выплачивается раньше, чем по обыкновенным акциям, и если он не выплачивался в ка­кой-либо период времени, то доплачивается в последующие более благоприятные годы;
* с правом требования большей части в ликвидационной сумме при прекращении деятельности предприятия. Эти акции имеют преимущественное удовлетворение требований по части ликвидационной суммы по сравнению с обыкновенными при закры­тии, банкротстве и слиянии компаний.

По объему выпускаемых привилегированных акций имеются оп­ределенные ограничения: их общая номинальная стоимость не должна превышать суммарную стоимость обыкновенных акций. В то же время на их долю приходится всего лишь 10-20% продаваемых на бирже акций.

По *времени эмиссии* различают «молодые» (новые), выпущенныe в целях увеличения собственного капитала, и «старые» акции, которые находились в обращении до последнего увеличения собственного питала. Различие между ними заключается в разных котировках и величине дивидендов, которые выплачиваются по ним в разных объемах. Дивиденд по новым акциям выплачивается только за период их обращения. Как правило, эти виды акций такое различие имеют первый год эмиссии «молодых» акций. По окончании первого года они становятся идентичными.

Выделяют также частично оплаченные акции, эмиссия которых разрешается только страховым компаниям; это акции, 25% стоимости которых должно быть сразу оплачено инвестором, остальная часть ­его усмотрению, но акционером он может стать только в случае полной оплаты стоимости акций. Акции с особыми правами представляют собой симбиоз акции и облигации, Т.е. по ним определяется минимальный размер начисляемого процента, выплачиваeтся дивиденд, предоставляется право участия в ликвидационной выручке компании. Такие акции имеют неоспоримые преимущества для эмитента, так как дивидендные выплаты относятся к издержкам, что уменьшает налогооблагаемую прибыль. Персональные акции являются ценными бумагами, выпускаемыми акционерными компаниями в целях увеличения своего основного капитала и предлагаемыми своим сотрудникам на льготных условиях. Владелец этой акции имеет право на своевременное получение дивидендов, обладает правом голоса, но не имеет права ее продажи в течение шести лет.

Как финансовый инструмент акции занимают в экономике Германии второстепенное значение, на них приходится 40% рынка ценных бумаг. Эмитенты и инвесторы не видят в акции особых преимуществ, инвесторы оценивают акции как недостаточно информативную, рискованную и спекулятивную форму вклада, не дающего достаточных гарантий, а эмитенты, в силу наличия высокоразвитой банковской системы, предпочитают привлекать капитал за счет кредитов.

Значительное место среди ценных бумаг занимают облигации, которые составляют 60% рынка ценных бумаг. На рынке ценных бумаг Германии обращаются банковские облигации, на которые приходится более 50% рынка долговых обязательств, государственные облигации (37%), облигации иностранных эмитентов (около 13%) и корпоративные облигации, на которые приходится около 2%. Общий объем рынка облигаций составляет 2942 млрд. евро.

Банковские долговые обязательства подразделяются на ипотеч­ные (3% рынка банковских облигаций), долговые обязательства спе­циализированных кредитных институтов (14%), прочие банковские обязательства (28%), ипотечные листы государственных кредитных учреждений (45%).

Предприятия выпускают коммерческие ценные бумаги, которые представляют собой размещаемые· кредитными институтами долговые обязательства сроком от 7 дней до 2 лет (чаще встречаются сроком от 1 до 3 месяцев); ценные бумаги с особыми правами и долговые листы как среднесрочные и долгосрочные ценные бумаги со сроком погашения от 2 до 10 лет.

**Рынок гoсударственных ценных бумаг Германии.** Это крупнейший международный рынок правительственных обязательств после США, Японии и Великобритании. Его отличительная особенность состоит в том, что он по своему объему не превышает рынка остальных типов долговых фондовых инструментов, но значительно превышает рынок акций. Другая важная черта рынка государственных облигаций Германии - наличие единого статуса и универсальных правил совершения операций с разными видами правительственных долговых институтов. Эмитентом государственных ценных бумаг выступают правительство, система специальных служб (железнодорожные органы, почта), правительства земель, органы местной власти (общины и коммуны). Но основным заемщиком выступает Федеральное правительство, на которое приходится до 80% всего рынка государственных ценных бумаг, 9,6% приходится на эмиссии федеральных земель, а доля займов, эмитируемых муниципалитетами, составляет 0,1%.

Благодаря активной политике правительства по размещению цен­ных бумаг значение сектора государственных облигаций постоянно возрастает. Среди наиболее распространенных государственных цен­ных бумаг стоит выделить: долгосрочные и среднесрочные облигации федерального правительства; долгосрочные (10 лет) и среднесрочные (45 лет) поштучные облигации; правительственные ноты, выпуск которых был временно приостановлен в сентябре 1994г.; облигации специализированных фондов (например, Совета по опеке над государственными предприятиями бывшей ГДР); муниципальные облигации - железнодорожные, почтовые и др. В 1996г. госу­дарство впервые выпyстило новые краткосрочные инструменты фон­дового рынка федеральные казначейские обязательства сроком дей­ствия 6 месяцев. С 1997г. началось применение «стриппин­га», т.е. раздельной торговли капитала и процентов по нему по 10- и 30-летним федеральным займам. Обращаются в большом количестве и еврооблигации. В январе 1997г. в Германии были впервые выпуще­ны параллельные облигации, деноминированные в немецких марках и французских франках. Все государственные ценные бу­маги эмитируются Bundesbank толъко в безналичной (бездокументар­ной) форме, являются гарантированными, застрахованными, учиты­ваемыми Bundesbank и приемлемыми для проведения им операций на открытом рынке. Эмиссия федеральных займов осуществляется с при­менением консорциального и тендерного методов, проценты по ним выплачиваются раз в год, если ставка фиксирована, и 2 раза в год, если ставка плавающая.

**4. Государственное регулирование рынка ценных бумаг Германии**

Система регулирования ценных бумаг Германии значительно слабее, чем в других странах, несмотря на ряд мер, принятых в последние годы (табл.2).

Незначительность регулирования процесса инвестиционной деятельности объяснялась следующими факторами: небольшим количеством компаний, занимающихся деятельностью по размещению ценных бумаг (в основном это были крупные коммерческие банки); полным доминированием на рынке институциональных инвесторов; в целом неразвитостью рынка ценных бумаг.

Таблица 2. Регулирование рынка ценных бумаг США, Великобритании и Германии.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | *США* | *Великобритания* | *Германия* |
| Степень регули-  рования | Жесткое, высо-  кий уровень кон-  троля и надзора  за участниками | Мягкое | Минимальное,  низкий уровень  надзора и конт-  роля |
| Роль государства | Единственная  регулирующая  организация | До 1998 г. сво-  бодно регулируе-  мые организации | Формально регу-  лируется госу-  дарством |
| Роль свободно pe  гулируемых opгa-  низаций | Фактически сле  дят за выполне-  нием законов | После 1998 г. регулирование ими не осущecтвляется | Никогда не из-  менялась |
| Возможность  совмещении про-  фессиональной  деятельности | До 1999 г. ком-  мерческим бан-  кам бьло запре-  щено заниматься  инвестиционной  деятельностью | Законодательно  нет, но негласно  до 1980-х годов  такие запреты  были | Коммерческим  банкам разреше-  но сочетать все  виды операций,  включая опера-  ции на рынке  ценных бумаг |
| Число регулируе-  мых органов | Четыре | До 1998 г. девять,  затем три | Два |
| Организационно-  правовая форма  дентельности | Любая | Любая | Только акцио-  нерная |
| Основной акцент в регулировании | Раскрыrие инфорформации,внутренняя структура  управления, внут-  ренний контроль | Соблюдение  нормативов  достаточности  капитала | Соблюдение  норматива  достаточности  капитала |

Вплоть до 1990-х годов в Германии не было федерального закона, регулирующего Фондовый рынок, а существовали лишь правила, установленные в 1970г. и дополненныe в 1988г. Они были приняты широ­ким кругом банков и другими участниками бирж. В новом законодательстве нашли отражение вопросы создания федерального органа наблюдения за рынком денных бумаг; введе­ния ряда запретов на внутренние операции с ценными бумагами; улучшения прозрачности рынков ценных бумаг путем более строгих нотификаций и раскрытия информации по требованию главных дер­жателей акций зарегистрированных компаний; установления правил поведения инвестиционных служб, включая обязанность действо­вать в интересах клиента; усиления наблюдения за фондовой бир­жей в федеральных землях. В одном из основных законодательных актов - Законе о торговле ценными бумагами (1994г.) была установлена система контроля за операциями с ценными бумагами, выделено несколько уровней контроля за фондовым рынком.

***1. Федеральный уровень***, на котором контроль осуществляется Федеральным ведомством по надзору за торговлей ценными бумагами. Основные задачи этого ведомства: конт­роль за проведением внyтpенних операций на фондовом рынке; конт­роль за правильностью публикаций отчетности компаний-эмитентов или компаний, чьи ценные бумаги котируются на бирже; контроль за соблюдением правил поведения участников фондового рынка; меж­дународное сотрудничество при обсуждении проблем контроля за тор­говлей ценными бумагами. Федеральное ведомство по надзору за тор­говлей ценными бумагами самостоятельно осуществляет деятельность в пределах своих полномочий и подчинено Министерству финансов. Финансирование Федерального ведомства осуществляется за счет профессиональных участников рынка ценных бумаг. Роль совеща­тельного органа выполняет Совет по ценным бумагам, основной целью которого является пресечение нарушений на рынке ценных бумаг. Для этого он осуществляет контроль за сделками с ценными бумагами на биржевом и внебиржевом рынках; собирает дополнительную информацию о совершенных сделках и их участниках; сотрудничает с иностранными органами надзора; передает дела в прокуратуру в случае выявления нарушений законодательства; контролирует и консультирует Федеральное агентство при подготовке нормативных aктов, при осуществлении надзора за биржевым и рыночными структу­рами и по иным, вопросам.

***2. Уровень субъектов федерации****.* На уровне земель регyлирующими органами выступают учреждения по надзору за биржами. Это государственные учреждения, созданные на уровне феде­ральных земель и осуществляющие административно-правовой надзор и текущий контроль. Они подразделяются на учреждения по контро­лю, которые следят за текущими сделками с ценными бумагами, в част­ности, они проверяют правильность установления курсов ценных бумаг и наблюдают за деятельностью брокеров, и учреждения по надзору, которые имеют право обращаться в соответствующие суды в случае выявления правонарушений, выдают разрешение на созда­ние биржи и распоряжения о ее ликвидации. Кроме того, прави­тельства земель имеют право создавать комитеты по санкциям, которые могут налагать штрафы или исключать из участия в торгах тех профессиональных участников, которые нарушили порядок и правила проведения торгов.

***3. Биржевой уровень*** представлен отделами по контролю за торговлей ценными бумагами, которые форми­руются на самой бирже. Члены отдела назначаются Cоветом биржи по предложению ее руководства и с согласия соответствующего учрежде­ния по надзору за биржами. Oтдел по контролю за торговлей ценными бумагами осуществляет текущее наблюдение за операциями с ценными бумагами, а именно: собирает данные о биржевых операциях, контроли­рует правильность котировок, наблюдает за соблюдением биржевых обычаев и выполняет ряд других функций.

***4. Банковский уровень*** представлен отделами по контролю за опера­циями с ценными бумагами. Основной функцией таких отделов явля­ется управление потоками информации и надзор за надлежащим пове­дением служащих, занятых операциями с ценными бумагами. Конт­рольные службы уже созданы в крупных коммерческих банках Deutsche Bank, Deadener Bank, Kommerz Ваnk, создаются в небольших и сред­них немецких банках. Объектом контроля этих служб являются опера­ции не только с ценными бумагами, но и с валютой, драгоценными металлами, производными финансовыми инструментами. Контроль осуществляется путем отслеживания состояния личных счетов сотруд­ников и счетов, переданных сотрудниками в траст (текущих и счета депо). Для контроля за распространением информации и надзора, за деятельностью собственных сотрудников коммерческие банки исполь­зуют различныe инструменты: создание реестров - списков ценных бумаг, информация по которым подлежит особому контролю, и зон доверия - ограничения хождения информации по банку. За информацией по ценным бумагам, внесенным в реестр, осуществляется жесткий контроль. На них могут быть наложены ограничения для пресече­ния и ненадлежащегo использования закрытой информации. Выделя­ют реестр отслеживания - закрытый для большинства сотpудников спи­сок ценных бумаг, о котором в банке имеется информация, способная повлиять на их курсы и создать конфликт в банке. Cтoп-рeecтp - от­крытый список ценных бумаг, на операции с которыми коммерческий банк налагает ограничения. Зоны доверия служат инструментом конт­роля. Контрольная служба осуществляет надзор за тем, чтобы работники функциональных подразделений банка сохраняли конфиденциаль­ность информации при совершении операций с ценными бумагами. В настоящее время в Германии сложилась многозвенная система регулирования фондового рынка. Традиционно контроль за соблюдением честных правил торговли осуществляется специальными подразделениями в министерствах экономики федеральных земель, где находится та или иная биржа. Надзором за соблюдением банкам (а сейчас - и небанковским компаниями), требований по размеру капитала, структуре активов и пассивов занимается Надзорное управление за кредитными учреждениями, подчиненное Министерству финансов. Если до 1994г. в ФРГ не было даже Комиссии по рынку ценных бумаг, то сейчас действует федеральная Комиссия по ценным бумагам осуществляющая общий контроль за соблюдением законодательства по ценным бумагам, в первую очередь за раскрытием информации эми­тентами и соблюдением норм по запрету инсайдерских сделок.