

Финансовая Академия при Правительстве Российской Федерации

Кафедра «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

Допустить к защите  
Зав.кафедрой «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»  
Проф. Я.М. Миркин

## **Дипломная работа**

На тему: «Фондовый рынок Нидерландов»

Студентки группы К-5-5

Рохлиной М.А.

Научный руководитель

Профессор Рубцов Б.Б.

# Москва

2002

Введение.....	3
1.Основные инструменты фондового рынка Нидерландов, его структура и динамика.....	7
1.1 Акции .....	7
1.2 Облигации .....	16
1.1 Производные финансовые инструменты .....	23
1.2 Прочие виды ценных бумаг.....	25
2 Обращение ценных бумаг , организация торговли.....	29
2.1 Инвесторы на фондовом рынке.....	29
2.2 Профессиональные посредники.....	37
2.3 Фондовые биржи.....	44
2.3.1 Биржевая торговля в Нидерландах (1611-2000 гг).....	44
2.3.2 Образование и перспективы развития биржи Euronext.....	48
2.3.2.1 Образование биржи: основные количественные характеристики, новые перспективы.....	48
2.3.2.2 Механизм торговли, требования листинга, биржевые индексы.....	52
2.3.3.3 Депозитарно-клиринговая система.....	59
2.4 Альтернативная торговая система MTS Amsterdam .....	61
3 Регулирование рынка ценных бумаг.....	65
3.1Нормативно-правовая база регулирования фондового рынка Нидерландов.....	65
3.2 Гармонизация европейского законодательства о ценных бумагах.....	70
3.3 Инсайдерская торговля и ценовое манипулирование.....	77
3.4 Регулятивные органы на рынке ценных бумаг, их надзорные функции .....	79
Заключение.....	85
Приложения	
Список литературы	

## **Введение**

Развитый финансовый сектор можно назвать традиционной отличительной чертой экономики Королевства Нидерландов : еще в XVI - XVII вв Голландия стала крупнейшей торговой державой, что явилось предпосылкой создания и развития кредитных учреждений в стране , появлению новых финансовых продуктов и инструментов. В 1602 г впервые в истории голландская торговая Ост-Индская компания приступила к выпуску и распространению среди своих владельцев свободно обращающихся акций. Несколько позже, в 1611 г , в Амстердаме ,появилась первая классическая биржа (просуществовав уже почти 400 лет она и сегодня продолжает динамично развиваться, претворяя в жизнь различные проекты как технологического, так и организационно-правового характера).

В литературе Голландию тех времен называют «первой современной экономикой», а фондовый рынок страны - исторически первым фондовым рынком. Но, естественно, данное государство было слишком мало, чтобы надолго сохранить лидирующие позиции на мировой арене. Роль Нидерландов в мировом хозяйстве существенно уменьшилась, оставшись в тени таких гигантов, как США, Япония, Германия. Но и на сегодняшний день Нидерланды по размерам капитализации рынка акций, задолженности по долговым ценным бумагам , биржевому обороту по этим инструментам входят в десятку крупнейших мировых фондовых рынков ( и это при размере территории 41,2 тыс. кв. км и населении 16,2 млн. человек) .<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

По многим параметрам фондовый рынок Нидерландов занимает особое положение среди рынков стран континентальной Европы. К примеру, высокий уровень соотношения капитализация/ ВВП (187,7% в 2001 г)<sup>2</sup> является скорее исключением, чем правилом для европейских стран<sup>3</sup>.

Кроме того, страна выделяется благодаря широкому распространению и довольно бурному развитию институтов коллективного инвестирования различных типов, являющихся важным каналом перераспределения средств частных инвесторов на рынке капитала. Начиная с 90-х гг, в Нидерландах практически отсутствуют какие бы то ни было существенные ограничения на структуру их активов, что привело к высокой степени диверсификации инвестиционных портфелей голландских инвестиционных и пенсионных фондов, страховых компаний и т.п. , а также повышению роли данных институтов на зарубежных и международном финансовом рынках.

За последние несколько десятилетий облик фондового рынка Голландии претерпел значительные изменения : широкомасштабные слияния и поглощения, наряду с установлением более тесных партнерских взаимоотношений между различными кредитными институтами , привели к повышению степени концентрации в банковском бизнесе до крайне высоких значений : на долю нескольких крупнейших банков страны (ABN Amro, Rabobank , ING, Postbank , Fortis Bank), приходится около 80 % рынка.

Процессы либерализации международной торговли и дерегуляции финансового бизнеса ( отмена запрета на совмещение банковского бизнеса и страхового дела) привели к появлению в Нидерландах универсального банка нового типа, предоставляющего своим клиентам широкий спектр услуг, включающий услуги коммерческого банка в традиционном его понимании, инвестиционного банка в качестве брокерско -дилерской компании, а также и услуги страховой компании (“bankassurance”). Кроме того, благодаря

---

<sup>2</sup> [www.fibv.com](http://www.fibv.com)

введению европейского паспорта, “домашним” рынком для таких финансовых конгломератов в скором времени можно уже будет назвать всю территорию ЕС.

Значительные изменения произошли и в сфере организации торгов. Важнейшими этапами, обусловленными, прежде всего, требованиями времени, меняющейся конкурентной среды, стало преобразование Амстердамской биржи из ассоциации, находящейся в собственности своих членов, в акционерное общество открытого типа, а также образование в 2000 г панъевропейской торговой площадки Euronext.

Существенные преобразования произошли и в сфере регулирования и контроля фондового рынка. Традиционно основным регулятором выступала Амстердамская биржа, устанавливающая свои правила, обязательные для выполнения всеми своими участниками, а также осуществлявшая контроль за соответствием их деятельности установленным нормам. Специальный орган контроля и надзора за фондовым рынком в Нидерландах появился совсем недавно (в 1989 г) но за этот короткий отрезок времени его авторитет и роль постоянно растет, равно как и расширяется спектр его функций и полномочий. основополагающим фактором работы Комиссии по фондовому рынку Нидерландов в ближайшие годы должна стать совместная работа с аналогичными структурами других стран- участниц ЕС над гармонизацией европейского законодательства, создания условий для полной интеграции финансового рынка Сообщества.

Целью данной работы стал анализ фондового рынка государства, по размерам являющегося крошечным в сравнении с Россией, но при этом

---

<sup>3</sup> В Европе лишь в Швейцарии и Великобритании величина данного показателя превышает уровень Нидерландов.

имеющего вековые традиции ведения финансового бизнеса. Безусловно, ни экономику Нидерландов в целом, ни такую ее составляющую, как рынок ценных бумаг, рассматривать в качестве эталона никак нельзя. Но тем не менее развитие рыночной инфраструктуры данной страны, ее изменение во времени представляется небезынтесным с точки зрения поиска возможных путей адаптации опыта построения современного фондового рынка в нашей стране .

Основные вопросы, ответы на которые я попыталась найти при написании данной работы, следующие: каковы основные тенденции развития рынка ценных бумаг в Нидерландах, какие характерные черты присущи его инфраструктуре, как построена система регулирования и надзора за деятельностью на фондовом рынке и т.п.

## **1.Основные инструменты фондового рынка Нидерландов, его**

## **структура и динамика**

### **1.1 Акции.**

Нидерландам по праву принадлежит почетное место в истории акционерных обществ. Именно здесь ровно четыреста лет назад, в 1602 г, была образована голландская Ост-Индская компания, ставшая первым в мире предприятием, находящимся в собственности своих акционеров.

На сегодняшний день в Нидерландах акционерные компании делятся на две категории : публичные компании (Naamlose Vennotschap, NV) и частные компании ( Besloten Vennotschap, BV)<sup>4</sup> . Всего в Нидерландах действуют около 2000 NV и 150 000 BV<sup>5</sup> ( тем не менее в экономике страны публичные корпорации бесспорно занимают важнейшие стратегические позиции : их количество мало, зато размеры огромны). Статус публичной корпорации является необходимым условием для получения листинга на амстердамской бирже. Интересен тот факт, что исторически форма открытого акционерного общества, то есть публичной корпорации, была единственно возможной , в то время как первые голландские частные компании появилась лишь в 1971 г, в пору введения в стране новых законов, по которым акционерные общества открытого типа впредь обязаны были раскрывать свою финансовую отчетность .В результате новшеств в правовом регулировании почти 90 % из существовавших тогда голландских публичных компаний перерегистрировались в частные акционерные общества , существование и организация которых таких требований не подразумевала.

Частные и публичные компании имеют различный порядок выпуска и обратного выкупа собственных акций. Так, в частности, публичные корпорации вправе осуществлять выпуск как именных акций, так и ценных бумаг на предъявителя, в то время как для частных корпораций доступна лишь эмиссия именных бумаг. Распределение преимущественных прав на

---

<sup>4</sup> По сути дела деление соответствует английским PLC и Ltd

<sup>5</sup> Abe de Jong «Ownership and control in the Netherlands» Oct 2000 , Tilburg University

новые выпуски (preemptive rights) в публичной корпорации (в отличие от частной) невозможно без одобрения общего собрания акционеров.

Выкуп собственных акций BV может осуществлять в пределах 50 % капитала, для NV этот лимит установлен на уровне 10 %: для его превышения необходимо одобрение общего собрания акционеров.<sup>6</sup>

### Виды акций

Как и во многих странах мира, подавляющее число акций голландских эмитентов выпускаются в виде обыкновенных акций на предъявителя (ordinary bearer shares –англ., aandeel aan toonder- нидерл.) . Преференциальные акции ( preference shares –англ., preferent aandeel- нидерл.) могут выпускаться в виде кумулятивных ценных бумаг (cumulative), также законодательством предусмотрен выпуск акций «с участием» (participating). Преференциальные акции могут быть одновременно и кумулятивными, и «участствующими». Дивиденды, не выплаченные в данном году по кумулятивным акциям , не пропадают, а подлежат выплате в будущем году. Под «участием» подразумевается дополнительная выплата дивидендов сверх их фиксированного размера, установленного при эмиссии. Эти характеристики не являются взаимоисключающими. По своей конструкции преференциальные акции в целом соответствуют российским привилегированным акциям.

Кроме того, голландскими акционерными обществами могут быть эмитированы так называемые «приоритетные» акции (priority shares), обладающие особыми правами при голосовании; «учредительские акции» - (founder's share)- ценные бумаги этого вида не имеют права голоса, но участвуют в распределении прибыли, остающейся в распоряжении компании после выплаты дивидендов.

Предприятиями коллективных инвестиций, созданными в виде акционерных компаний и являющимися «открытыми» для своих вкладчиков,



также осуществляется выпуск акций, цена на которые зависит от стоимости чистых активов предприятия.

Первичное размещение осуществляется по открытой или закрытой подписке, либо через механизм биржевой торговли (чаще всего используется при выпуске ценных бумаг предприятиями коллективных инвестиций). Практикуется первичное накопление заявок (bookbuilding) в течение одной-двух недель, либо подписка в течение пяти дней по фиксированной цене. Может также применяться и комбинация обоих методов. При проведении эмиссий ограничений на деятельность в качестве андеррайтера для национальных и иностранных банков и компаний по ценным бумагам не существует, кроме того, что он (она) должен(а) являться членом биржи. Эмиссионные синдикаты формируются по принципу распределения функций и полномочий, а также увеличения цены размещения для каждого из уровней. Зачастую самый нижний уровень синдиката (агенты по продажам) попросту отсутствует: развитая филиальная сеть голландских банков позволяет участникам плодотворно взаимодействовать с конечными инвесторами, не прибегая к услугам дополнительных посредников.

Выпуск проспекта эмиссии требуется при размещении ценных бумаг на сумму более 10% выпущенного капитала, а также в том случае, если размещение проходит по открытой подписке<sup>7</sup>. При осуществлении эмиссий особо крупных размеров дополнительно к проспекту компанией может быть опубликован так называемый «информационный меморандум».

Основные требования к достаточности и прозрачности финансовой информации, раскрываемой в проспектах эмиссий, устанавливаются биржевыми правилами Euronext (как известно, во исполнение Директивы ЕС (90/211/ЕЕС) в странах Союза была признана универсальность проспектов

---

<sup>6</sup>По мнению Комитета по корпоративному управлению Нидерландов, целесообразно внести некоторые коррективы в действующее законодательство для того, чтобы предоставить голландским компаниям возможность выкупа своих акций без каких бы то ни было препятствий.

<sup>7</sup> Требования по публикации проспекта эмиссии ценных бумаг появились в 1986 г, в тот период, когда началась регламентация и регулирование первичного размещения ценных бумаг «в или из Нидерландов (то

эмиссий, предлагаемых при публичной подписке, и проспектов, требуемых при листинге - теперь они стали исполняться в виде одного документа). В функции Комиссии по фондовому рынку Нидерландов не входит проверка правильности и достоверности информации, содержащейся в проспекте эмиссии, однако к нему обязательно должно прилагаться заключение внешней аудиторской проверки, содержащее *inter alia* подтверждение того, что все нормы, установленные директивами ЕС, были полностью соблюдены.

Согласно постановлению Верховного суда Нидерландов, иски, касающиеся информации, содержащейся в проспекте эмиссии, могут быть предъявлены к лид-менеджеру и прочим участникам эмиссионного синдиката.

В некоторых случаях проспект эмиссии той или иной компании может быть использован ей несколько раз при последующих размещениях ценных бумаг.

Предметом особого анализа и дискуссий являются формы отчетности компаний перед акционерами и их контроля за ее деятельностью. Главным образом это обусловлено возрастающим интересом со стороны институциональных инвесторов, а также все более интенсивной активностью акционеров, что предопределено увеличением числа иностранных владельцев акций голландских компаний. В стране был учрежден Комитет по корпоративному управлению, основополагающими мотивами для появления которого явилась растущая интернационализация голландской экономики и возрастание в мире интереса к роли, позициям и влиянию акционеров. При разработке своих рекомендаций для национальных эмитентов Комитет опирается на результаты дискуссий о корпоративном управлении, происходящих в комитетах ЕС, а также в ряде международных организаций.

### Концепция корпоративного управления в Нидерландах.

Голландские компании, капитал которых составляет сумму не менее 25 млн гульденов и которые имеют свыше 100 сотрудников, зачастую становятся объектами так называемого «структурного режима», сущность которого заключается в построении двухуровневой системы управления, включающей в себя Правление (management board) и Наблюдательный Совет (supervisory board), обладающий исключительными полномочиями по назначению своих членов и состава Правления.

В функции Наблюдательного совета входит контроль за хозяйственной деятельностью компании, разработка рекомендаций для менеджмента. Правление, в свою очередь, обеспечивает реализацию стратегических целей в деятельности компании, достижение лучших результатов. Наблюдательный совет действует в качестве органа с коллективной ответственностью и независимо от интересов дочерних компаний, ассоциированных с основной. Совет должен быть сформирован таким образом, чтобы его члены действовали независимо, критически относились друг к другу и к членам Правления.

#### Общее собрание акционеров.

В принципе корпоративное право Нидерландов предоставляет достаточные полномочия акционерам. Однако в то же время предусмотрены отдельные возможности для существенного сокращения данных полномочий в уставах компаний (например для принятия некоторых решений требуется объединение голосов владельцев привилегированных акций).

Независимо от различий, которые существуют в компаниях по отношению к роли, структуре и полномочиям общего собрания акционеров, в целом для каждой из них оно представляет собой форум, перед которым отчитывается и Наблюдательный совет, и Правление, и перед которым они несут ответственность за свою деятельность.

В повестку дня должно быть включено утверждение годового баланса, (включая распределение дивидендов, в том случае, если компания является

субъектом «структурного режима»), а также одобрение политики, финансовой и иной, проводимой Советом. Если включение того или иного вопроса в повестку дня требуют инвесторы, которые лично или коллективно представляют 1 % уставного капитала и выше, или сумма номиналов акций которых на дату проведения собрания составляет 500 000 гульденов (около 200 000 евро) и выше, такое требование должно быть удовлетворено.

#### Влияние инвесторов.

При нормальных условиях функционирования компании не возникает разграничения функций капитала: финансового обеспечения и обеспечения влияния. Общим принципом, установленным Комитетом по корпоративному управлению, должно быть пропорциональное соотношение между величиной вклада в капитал и влиянием. Этот принцип обычно выражается в правиле «одна акция - один голос». Все инвесторы, крупные и мелкие, таким образом обретают способность влиять на деятельность компании в соответствии с размером своего участия в ее капитале.

Но, тем не менее, согласно проведенным исследованиям, собственность на голоса голландских акционерных обществ более сконцентрирована, чем собственность на капитал (в среднем в Нидерландах на долю крупнейшего и трех крупнейших акционеров приходится 18,22 % и 34,05 % акций соответственно, а в целом на крупные пакеты приходится около половины акций.<sup>8</sup> ( Приложение 2 )).

При назначении и увольнении членов Правления и Наблюдательного совета исключительными полномочиями часто обладают владельцы приоритетных акций. Они в ряде случаев должны одобрять и решения, принятые общим собранием акционеров, по таким вопросам, как изменения величины уставного капитала, устава общества и т.п. Обычно голосование приоритетными акциями осуществляется заочно. Отсутствие одобрения

---

<sup>8</sup> Abe de Jong «Ownership and control in the Netherlands» Tilburg University, October 2000

рассматривается как существенный пробел в повестке дня общего собрания акционеров.

Преференциальные акции голландских компаний чаще всего подразделяются на два вида (финансирующие и защитные) в зависимости от целей их эмитирования. По мнению Комитета по корпоративному управлению Нидерландов, финансирующие преференциальные акции не должны выпускаться до тех пор, пока Совет директоров не представит отчет о предполагаемом выпуске на общем собрании акционеров и докажет финансовую выгоду проекта.

По мнению Комитета, защитные преференциальные акции не должны выпускаться вообще при нормальных условиях. При принятии решений, не направленных на защиту компании от установления контроля со стороны конкурентов, владелец таких акций должен воздержаться от права голоса, предоставляемого этими акциями..

#### Раскрытие информации.

Компании, имеющие листинг на бирже, а также некоторые компании, не имеющие его ( в том случае, когда их акции распространяются среди неограниченного круга лиц) , обязаны публиковать годовые и полугодовые отчеты, а также раскрывать информацию о существенных фактах деятельности компании.

В годовом отчете должна присутствовать информация о количестве ценных бумаг, сертификатов акций и биржевых опционов, держателями которых являются члены Наблюдательного совета этой же компании. ( Приложение 5) . Информация об опционах, принадлежащих служащим, предоставленных компанией в финансовом году, должна быть включена в годовой отчет вместе с наиболее существенными условиями, относящимися к ним. (Опцион является формой вознаграждения, которое должно быть пропорционально успешности усилий, принятых работником для увеличения

рыночной ценности компании. Это отражается в условиях предоставления опциона).

Компании, не имеющие листинг на бирже, не обязаны раскрывать сведения об акционерах (за исключением компаний, принадлежащих одному владельцу). Акционерные общества, чьи ценные бумаги участвуют в торговле на Euronext, должны раскрывать информацию о сделках, влекущих преодоления барьеров 5, 10, 25, 50 и 66 2/3 % в структуре собственности и по количеству голосов (данная информация предоставляется в Комиссию по фондовому рынку, которая ее публикует в течение 5 дней). Если при получении листинга на долю собственности в компании какого-либо лица приходится свыше 5 %, эта информация также подлежит раскрытию.

Кроме того, профессиональные посредники, проводящие «полочные регистрации» в случае удерживания дольше 3-х месяцев свыше 5 % акций корпорации также должны уведомлять об этом Комиссию, поскольку в данном случае бумаги уже могут рассматриваться как инвестиционный, а не торговый портфель.

#### Количественные характеристики

На сегодняшний день рынок голландских акций развит достаточно хорошо благодаря подвижности, мобильности и тенденции роста экономики страны в целом. Нидерланды по размерам капитализации рынка акций, инструментам входят в десятку крупнейших мировых фондовых рынков. Уровень соотношения капитализация/ ВВП в 2001 г достиг отметки 187,7<sup>9</sup>. Высокий уровень данного показателя является скорее исключением, чем правилом для стран континентальной Европы, равно как и то, что объем рыночной капитализации в Голландии несколько выше, чем величина задолженности по долговым ценным бумагам.

Прибыль большинства компаний выражается в долларах, поэтому укрепление позиций американской валюты в последние годы вело к

---

<sup>9</sup> www.fibv.com

улучшению показателей голландских «голубых фишек» (Приложение ). Кроме того, налицо тенденция увеличения интереса институциональных инвесторов к вложениям в акции корпорации, что, безусловно, должно положительно повлиять на динамику фондовых индексов .

### Основные количественные характеристики рынка голландских акций

	1980г	1985г	1990г	1995г	1997г	1998г	1999г	2000 г
Рыночная капитализация акций голландских компаний ( млн дол)	29 3 00	59 363	119 825	356 481	468 736	603 182	695196	693 597
Соотношение капитализации национальных эмитентов и ВВП, %	17	47	42	72	130	160	176	187,7

Рассчитано по : [www.fibv.com](http://www.fibv.com)

Пожалуй, отличительной особенностью голландского рынка акций можно назвать его высокую концентрацию- всего лишь несколько крупнейших компаний доминируют на рынке . На долю 15 голландских корпораций (Royal Dutch, Unilever, Philips, Elsevier, Ahold, Akzo Nobel, ING , ABN Amro и др) приходится около 75 % капитализации, только Royal Dutch принадлежит ниша в 21 %.<sup>10</sup>

Исторически голландские компании искусственными методами были защищены от недружественных поглощений. Одной из возможных тактик является образование так называемых «административных офисов» (administratiekantoor) , которые выписывают сертификаты взамен на оригиналы акций. Держатели сертификатов по-прежнему участвуют в собраниях акционеров, получают дивиденды и т.п., но при этом право голоса им больше не принадлежит. (Приложение 4) Другая практика: выпуск

преференциальных акций и распространение их по закрытой подписке среди «дружественных» лиц (т.е. выпуск защитных преференциальных акций): посредством такой процедуры может быть изменен баланс голосов на собрании.

Могут вводиться ограничения на свободное обращение акций (например, в случае изменения собственника акций может требоваться одобрение Правления, или другое : прежде чем продавать принадлежащие ему акции их держатель должен предложить свою долю другим акционерам и т.п.)

## **1.2 Облигации**

Рынок голландских облигаций отличается разнообразием видов и типов обращающихся бумаг. На сегодняшний день облигации голландских эмитентов являются довольно привлекательным для инвестирования инструментом: стабильный низкий уровень инфляции, четкая монетарная политика, политическая и социальная стабильность создают благоприятные предпосылки для этого.

Размер и ликвидность данного рыночного сегмента, на котором, безусловно, лидирующее место занимают эмиссии правительства, стали результатом постоянного бюджетного дефицита. Традиционно облигации Правительства выпускались с созданием фонда погашения, что снижало их инвестиционную привлекательность для иностранных инвесторов. Рынок был существенно либерализован в 1986 г. : целью нововведений было повышение привлекательности Амстердама как международного финансового центра, усиление положения ценных бумаг, номинированных в гульденах, а также предоставление эмитентам большей свободы при конструировании новых выпусков ценных бумаг.

---

<sup>10</sup> Abe de Jong «Ownership and control in the Netherlands» Tilburg University, October 2000



В 1986 г впервые были выпущены облигации с единовременным погашением, что соответствовало наиболее распространенным международным практикам. С тех пор выпуски правительственных облигаций с созданием фонда погашения стали довольно редким явлением. Ограничения на выплаты купонов исчезли (ранее они должны были производиться не менее четырех раз в год), минимальный срок обращения уменьшился с 5,5 лет в среднем до 2-х.

### Виды облигаций

Обыкновенные облигации (straight bond –англ ;obligatie-нидерл)- чаще всего имеют фиксированный купонный доход, выпускаются как в именной форме, так и на предъявителя.

Субординированные облигации (subordinated bonds)- задолженность по ним ликвидируется после удовлетворения требований других кредиторов при ликвидации компании.

Конвертируемые облигации (convertible bonds)- их владельцы обладают правом конвертировать принадлежащие им облигации в акции.

Облигации с обязательной конвертацией (compulsory convertible bond) - их держатели обязаны конвертировать имеющиеся у них облигации в акции по требованию компании-эмитента.

Индексируемые облигации (index linked bonds) – долговые обязательства, условия погашения которых или же условия купонных выплат «привязаны» к значению того или иного индекса. ( их выпуск разрешен законодательством с 1990 г, но до сих пор ни разу не производился)

Доходные облигации (income bonds)- эмитент берет на себя обязательство погашать платежи по этим облигациям за счет определенного вида дохода.

Валютные облигации (currency linked bonds)- облигации, по которым выплата основной суммы, а также купона производятся в одной валюте, в то время как размер платежей привязан к курсу другой.

Двойные валютные облигации- (dual currency bonds)- эти ценные бумаги имеют номинальную стоимость, выраженную в одной валюте, а погашение их и/ или выплата купона производится в другой (курс определяется заранее).

Ипотечные облигации (mortgage bonds-англ; pandbrief-нидерл)- выпускаются ипотечными банками.

Зеро купоны (zero coupon bonds) - приносят доход владельцам в виде разницы между эмиссионной ценой и ценой погашения (их выпуск разрешен начиная с 1 января 1988 г) Выделяют две разновидности зеро-купонных облигаций

А) продаваемые с дисконтом,

Б) размещаемые по номинальной цене, погашаемые по цене, превышающей номинальную стоимость.

Облигации , выпускаемые совместно с варрантом (bonds cum warrant)

Облигации с «дополнительными выплатами» (surplus bonds)- доход по ним складывается из двух частей- фиксированная часть, размер которой оговорен заранее и изменяемая компонента, «привязанная» к процентной ставке денежного рынка

Участвующие облигации (profit sharing bonds). Данные облигации дают право не только на получение дохода в виде фиксированных купонных выплат, но также позволяют своим владельцам принимать участие в распределении прибыли компании (т.е. предполагают получение сверх процента - нефиксированных экстра платежей в зависимости от финансового состояния эмитента, в пределах и порядке, установленных условиями выпуска)

Стрипы (Strip Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities) Это - государственные ценные бумаги с отрезными полосами ( в 1993 г были выпущены впервые такого рода ценные бумаги со сроком погашения 2023 г , в 1994 г также была проведена эмиссия стрипов на срок 30 лет, в 1996 г – на срок 25 лет).<sup>11</sup>

Облигации с одноразовым погашением (bullet) - это один из наиболее ликвидных видов облигаций на голландском рынке, к ним проявляют повышенный интерес иностранные инвесторы, доходность по ним в среднем меньше , чем по облигациям с фондом погашения.

Продлеваемые облигации (extendible bonds ) .Их держатели обладают правом конвертации в течение определенного периода времени данных ценных бумаг в облигации , имеющие такую же доходность, но более длительный период обращения.

Выплата купонного дохода по облигациям, выпуск которых его предусматривает, производится чаще всего раз в год .

Большинство облигаций голландских эмитентов до введения единой европейской валюты имели номинал 1 000 гульденов (очень редко показатель снижается до 100 или 500 , или имеют более крупный номинал (10 000 и 50 000)).

Подавляющее число выпусков производится в форме на предъявителя.

#### Эмитенты

Уполномоченным правительственным органом, осуществляющим эмиссию государственных ценных бумаги и несущим ответственность за управление и мониторинг государственных заимствований, является Агентство Министерства Финансов ( Agency of the Ministry of Finance). Агентство сыграло значительную роль в процессе интернационализации голландского суверенного долга и повышения его ликвидности.

---

<sup>11</sup> European bond commission «The European bond markets» 6-th Edition 1997, P . 951

Выпуск долговых обязательств правительства Нидерландов осуществляется регулярно: как правило, каждый второй вторник месяца . Размещение государственных облигаций производится на базе электронной торговой системы MTS (ранее для торговли ценными бумагами государства существовала система ATM (Amsterdam Treasury Bond Market)) В течение недолгого времени своего существования (с сентября 1999 г) система MTS Амстердам превратилась в крупнейшую площадку для торговли государственными обязательствами в Нидерландах. ( в 2001 г среднемесячные обороты увеличились на 15 % по сравнению с 2000 г) Ежедневный оборот на MTS Amsterdam превышает 0.5 млрд евро.<sup>12</sup> Котировки системы доступны в режиме реального времени на экранах удаленных терминалов.

Всего в 2001 Правительством Нидерландов было выпущено облигаций на 19.6 млрд евро. (В 2002 г планируется повышение этого показателя до 26 млрд евро , выпуск должен быть осуществлен траншами на три года со ставкой 4 % и со сроком на десять лет со ставкой пять)<sup>13</sup>

#### Среднегодовая доходность облигаций Правительства Нидерландов

1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
7.20	7.20	6.49	5.81	4.87	4.92	5.51

Источник : International Financial Statistics , 2001

Активность муниципальных образований (администратий 12 провинций Нидерландов) на рынке облигаций заметно уменьшилась за последние 10-20 лет. Обусловлено это было, во-первых , нежеланием Правительства выдавать гарантии по этим займам, а также незначительными размерами последних. Для покрытия своих потребностей в средствах администрации провинций и местных муниципалитетов чаще всего прибегают к краткосрочным займам у голландского муниципального банка BNG (Bank voor Nederlandse Gemeenten), имеющего статус коммерческого

<sup>12</sup> www.dutchstate.nl

<sup>13</sup> www.dutchstate.nl

банка . ( Причем в свою очередь BNG аккумулирует средства в значительной мере посредством эмиссии собственных облигаций).

Вторая по значимости группа заемщиков- это голландские коммерческие банки. Основными видами эмитируемых ими облигаций являются субординированные облигации, которые широко популярны среди розничных инвесторов.

Рынок корпоративных облигаций в Нидерландах, по сравнению с размерами эмиссий суверенных обязательств, развит недостаточно. Основная причина этого кроется в «банковской» модели инфраструктуры финансового рынка Голландии. Несмотря на нарастающие тенденции дезинтермедиации рынка капиталов в зоне евро, на сегодняшний день величина прямых банковских ссуд более чем в восемь раз превышает размеры заимствований корпораций «напрямую». <sup>14</sup>

#### Методы первичного размещения.

Эмиссия облигаций правительства посредством тендерного предложения предусматривает предварительное объявление размера купона и схемы погашения Агентством Министерства финансов в пятницу, инвесторы передают заявки с указанием цены, по которой они готовы приобрести ценные бумаги , через уполномоченные банки до 15-00 вторника, далее удовлетворение заявок происходит по системе голландского аукциона.

Предложение о продаже по фиксированной цене (tap issue- можно перевести как «дозированные продажи», закрытый тендер) также осуществляется в несколько этапов. В пятницу дается полное описание предстоящего займа, до 8-30 понедельника Агентство устанавливает цену, по которой облигации будут размещаться. В течение дня эта цена может меняться как в большую, так и в меньшую сторону. До 17-00 происходит продажа через уполномоченные банки.

---

<sup>14</sup> V. Gaspar «Financial markets and the monetary policy strategy of the ECB» [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

Также при размещении долговых обязательств правительства может использоваться такой метод, как конвертация (в частности, в 1994 г около 50 % обращающихся облигаций Правительства были конвертированы из ценных бумаг с фондом погашения в облигации с единовременной выплатой трех различных серий – с погашением в 1998, 2003 и 2007 г)

Первичное размещение облигаций прочих эмитентов обычно осуществляется при активном взаимодействии с синдикатом андеррайтеров по открытой, либо закрытой подписке.

### Инвесторы

Со стороны внутренних инвесторов спрос на облигации обеспечивается в основном за счет «семейных» сбережений (Household savings), которые могут быть как непосредственно «добровольными» инвестициями, так и иметь договорной характер (например, осуществляться в форме вложений в пенсионные фонды, которые, в свою очередь, размещают активы на рынке облигаций), на долю последних приходится около 75-80 %. Немаловажное влияние для потока частных инвестиций в Нидерландах имеет тот факт, что розничные инвесторы в данной стране облагаются налогом по прогрессивной налоговой ставке на процентные доходы (progressive tax rate on interest income), включая накопленный купонный доход по облигациям, в то время как доходы, полученные от погашения эмиссионных ценных бумаг, и доходы от прироста курсовой стоимости не облагаются налогом вообще (capital gains tax). Поэтому преимущественно индивидуумы, размещающие сбережения на рынке долговых обязательств, отдадут предпочтение облигациям, имеющим невысокий купонный доход.

Вторая по значимости группа инвесторов - это предприятия коллективных инвестиций: традиционно активы с фиксированной доходностью занимали в их портфелях приоритетное положение, в стране было создано несколько специализированных облигационных фондов. Но,

как уже отмечалось выше, в последнее время внимание портфельных менеджеров все больше стали привлекать инвестиции в акции, а также немаловажным приоритетом в их деятельности, соответствующим требованиям времени, является диверсификация вложений географически, так что сфера их интересов зачастую перемещается с национального рынка на международный.

### Инвесторы на рынке облигаций Правительства Нидерландов.

Размещение по открытой подписке	1996		1997		1998		1999		2000	
	млрд евро	%	млрд евро	%	млрд евро	%	млрд евро	%	млрд евро	%
<b>Резиденты</b>										
-инвестиционные фонды	5	3	6	4	7	4	5	3	2	1
-частные инвесторы	16	11	10	6	13	8	10	6	2	1
-банки	23	15	27	17	29	18	28	16	23	14
-страховые компании	20	13	24	15	25	15	38	22	37	22
-пенсионные фонды	50	33	50	32	46	28	35	20	34	20
<b>Нерезиденты</b>	37	25	39	25	45	27	58	33	71	42
<b>ИТОГО(открытая подписка)</b>	<b>151</b>	<b>100</b>	<b>156</b>	<b>100</b>	<b>164</b>	<b>100</b>	<b>174</b>	<b>100</b>	<b>169</b>	<b>100</b>
Закрытая подписка	33		22		18		11		5	
<b>ИТОГО</b>	<b>184</b>		<b>178</b>		<b>182</b>		<b>185</b>		<b>174</b>	

Источник : Dutch State Treasury Agency [www.dutchstate.nl](http://www.dutchstate.nl)

### 1.3 Производные финансовые инструменты.

Рынок деривативов в Нидерландах, как и в большинстве развитых странах мира, - один из наиболее динамичных сегментов фондового рынка. Твердые и условные сделки (сделки с премией или опционы) с ценными бумагами практиковались на Амстердамской бирже еще в первые десятилетия ее существования. В концепции создания панъевропейской биржи Euronext именно Амстердамской площадке предназначается место лидера по торговле производными инструментами.

Инструментами, производными от акций, являются варранты, эмитируемые компаниями с целью наделить их покупателей приоритетными правами при покупке уже существующих либо будущих акций по заранее фиксированной цене в определенный период. Обычно они выпускаются

вместе с облигациями для повышения интереса к ним, но могут быть выпущены и как отдельные инструменты. Варранты на уже размещенные акции имеют листинг и торгуются на опционной секции Euronext, в то время как варранты на «новые» ценные бумаги- в общем подразделении биржи.

Что касается опционных контрактов с базисом акция, наибольшие объемы оборотов имеют инструменты, производные от акций таких компаний, как ING Groep, Phillips , Abn Amro, Royal Dutch, KPN. Причем необходимо отметить, что, как и для всего фондового рынка Нидерландов, данному сектору также присуща высокая степень концентрации: на долю пяти вышеперечисленных предприятий приходится свыше половины рынка опционных контрактов с базисом акция.

Проиллюстрируем данное утверждение статистикой торгов на Euronext Amsterdam в марте 2002 г.

	Количество контрактов			Объем торгов (млн евро)
	Call	Put	ИТОГО	
Всего	2 366 035	1 547 261	3 913 296	11 321,95
Abn Amro	294 879	120 240	415 119	884,21
ING Groep	281 635	216 923	498 558	1 481,14
Kon. Philips Electronics	302 623	194 813	497 436	1 642,54
Royal Dutch	192 021	153 081	345 102	2 122,84
Kon. KPN	182 776	157 994	340 770	189,48

Источник [www.euronext.nl](http://www.euronext.nl)

В биржевой практике выделяют несколько «устоявшихся» разновидностей опционных контрактов.

Falcons (**F**ixed term **a**greement for long term call options on existing securities)-долгосрочный опцион «колл» (срок – пять лет) на акции или облигации ( т.е. его владелец имеет право на покупку определенного количества акций или определенной номинальной стоимости облигаций по фиксированной цене в фиксированный промежуток времени).



Falpons (**Fixed term agreement for long term put options on existing securities**) – аналогичный инструмент для опциона “пут”.

Fascons (**Fixed term agreement for short term call options on Netherlands securities**) – краткосрочный (1 год) «колл» опцион на акции или облигации .

Faspons (**Fixed term agreement for short term put options on Netherlands securities**)- аналогичный инструмент для опциона “пут”.

Игроки на срочном рынке контрактов с базисом облигация могут выбирать между вложениями в стандартные опционы на облигации или в так называемые Flex опционы (flexible exchange), отличительная черта которых заключается в том, что их приобретателям предоставляется право на установление в пределах определенных границ своих собственных условий контрактов ( контракт типа Flex должен содержать хотя бы один пункт, отличающийся от стандартизированного). По сути дела, они объединяют преимущества биржевых условий торговли с незарегулированностью правил внебиржевого рынка. Торговля такими продуктами начинается с подачи заявки на них , проверки соблюдения их составителями следующих правил :

1. Базисом контракта должны являться долговые обязательства правительства.
2. Облигации должны быть включены в листинговый список на Euronext Amsterdam
3. Расчеты должны осуществляться через Euroclear
4. Номинал выпуска должен составлять не менее 1,13 млрд евро.

Исполнены опционы могут быть как в американском, так и в европейском стиле. Исполнение сделки всегда завершается поставкой базисных ценностей (расчеты должны выполняться не позднее получаса до завершения торгов). Длительность данных контрактов минимум 2 дня, максимум 2 года. Срок контракта должен истекать, по крайней мере, за год до первой даты погашения облигации. Размер опционного контракта типа

Flex стандартизирован и составляет 10 000 гульденов ( около 4 000 евро) по номиналу. Ограничений на размер открытой позиции по ним нет. Первая сделка на новый Flex опцион должна составлять не менее 5 млн (т.е. 500 контрактов).

Базисом для фьючерсов и опционов на индексы акций голландских эмитентов, торгуемых на Euronext , являются два основных «домашних» индекса- AEX ( акции 25 крупнейших компаний ) и AMX (акции «следующих» 25 крупнейших компаний)(Приложение 17) .

#### **1.4 Прочие виды ценных бумаг**

Рассмотрим наиболее значимые, на мой взгляд, виды ценных бумаг, обращающиеся на фондовом рынке Нидерландов, которые, не являясь ни акциями, ни облигациями, ни финансовыми деривативами, тем не менее имеют достаточный вес на рынке.

В первую очередь внимание заслуживают ценные бумаги, обеспеченные ипотекой. Как известно, объемы кредитования жилищного строительства напрямую связаны с наличием эффективного механизма рефинансирования, с помощью которого осуществляется приток средств с финансового и инвестиционного рынков в данную сферу. Пожалуй, для Нидерландов данная проблема имеет особое значение ввиду наибольшей в Европе (после государств-карликов) плотности населения.

Объем ипотечных кредитов в Нидерландах в силу ряда причин имеет тенденции к росту (за последние пять лет произошло увеличение более чем в два раза и в декабре 2001 составил 318 млрд евро )<sup>15</sup> Наиболее значительным инструментом рефинансирования ссуд на жилье остаются депозиты, но в то же время растет значение и рынка ценных бумаг, обеспеченных ипотекой -mortgage backed securities MBS (первый выпуск был осуществлен ABN Amro в 1996 г) . В 2001 году объем выпущенных голландскими эмитентами MBS превысил 7 млрд

---

<sup>15</sup> www.securitisation.nl

евро, и, как уже было сказано выше, положительная динамика этого показателя в ближайшие 2-3 года очевидна.<sup>16</sup> Выпуск переводных MBS (ценных бумаг, выпускаемых на основе пула индивидуальных ипотечных кредитов ( Pass through MBS ) также впервые был осуществлен в 1997 г.

Крупнейшие игроки на этом рынке- банки, за ними следуют другие финансовые институты- пенсионные и страховые фонды, строительные фонды. 12 основных компаний занимают рыночную нишу 90%.<sup>17</sup> .

Также как и в Германии, в Нидерландах (в отличие от США) ценные бумаги, обеспеченные ипотекой, выпускаются первичным кредитором, а не специальной организацией, следовательно, значимость кредиторов на рынке ссудного капитала эквивалентна их значимости как эмитентов на рынке ипотечных ценных бумаг (Приложение 8).

Депозитные сертификаты- долговой инструмент со сроком обращения менее двух лет, выпущенный банком. Среди эмитентов депозитных сертификатов в Голландии особую роль играет Центральный Банк. Сертификат Центрального банка является неэмиссионной краткосрочной ценной бумагой и не требует регистрации проспекта эмиссии. Это по существу вкладное (депозитное) свидетельство, подтверждающее вклад коммерческих банков в национальный эмиссионный институт, по которым внесенные депозиты могут быть истребованы их владельцами

Центральный банк Нидерландов (De Nederlandse Bank- DNB) ,начиная с мая 1994 г, ежемесячно выпускает свои сертификаты сроком на полгода, которые эмитируются на дисконтной основе с использованием системы голландского аукциона. К участию в нем допускаются все находящиеся в Голландии кредитные учреждения, внесенные в регистр, а также иностранные центральные банки. Некредитные учреждения могут приобретать сертификаты Банка Нидерландов напрямую у учреждений- участников аукциона. Выпуск сертификатов объявляется циркулярным

---

<sup>16</sup> [www.securitisation.nl](http://www.securitisation.nl)

<sup>17</sup> [www.securitisation.nl](http://www.securitisation.nl)

письмом за пять дней до начала подписки, а также по каналам Рейтер и Телерейт. При этом указывается дата проведения аукциона, дата погашения и максимальный объем предлагаемых бумаг. Банки должны прислать подтверждение своего участия в аукционе не позднее 15 минут до окончания подписки, которая производится за три банковских дня до начала торгов. Кредитные учреждения и центральные банки могут вносить заявки по объемам, кратным 5 млн гульденов, и по различным уровням доходности сертификатов, кратным 0,01 %. Все поступившие заявки удовлетворяются Банком Голландии по самой высокой процентной ставке. Результаты проведенного аукциона публикуются по каналам Рейтер и Телерейт. Участники расплачиваются через свои клиринговые центры. Платежи должны проводиться в течение 3-х дней после окончания соответствующего аукциона. .

Коммерческие бумаги, выпускаемые голландскими эмитентами, - долговой инструмент со сроком обращения менее двух лет, выпущенный не кредитной организацией. Высокий уровень развития данного рыночного сегмента в Нидерландах является скорее исключением, чем правилом для государств Европы. Быстрое развитие рынка КБ в 80-е гг было тесно связано с процессами дерегулирования финансовой системы в этой стране.

Среди прочих инструментов денежного рынка отметим Floating Rate Note- краткосрочный долговой инструмент, доходность по которому меняется в зависимости от ставок на денежном рынке (что в принципе, является одной из основных отличительных черт данного инструмента по сравнению с облигациями, порой ничем не отличающихся от них по срокам) Впервые их выпуск был разрешен в 1986 г.

Medium Rate Note- жизненный срок составляет от 2 до 5 лет.

Наряду с крупнейшими коммерческими банками Голландии большую роль в качестве как эмитента, так и заемщика на рынке инструментов денежного рынка играет правительство страны. Агентство Министерства

Финансов, уполномоченное управлять ликвидными активами правительства, все средства, превышающие сумму 25 млн евро (предельный размер остатков на счетах в Банке Нидерландов), инвестирует на денежном рынке, недостаток же компенсируется посредством проведения различных пассивных операций, в частности размещением сертификатов правительства (сроком 3, 6, 12 месяцев), краткосрочных и среднесрочных нот (аукционы проводятся в первый и третий понедельники месяца). клиринговым агентом по операциям с инструментами денежного рынка выступает Банк Нидерландов.

Большое влияние на развитие краткосрочных ценных бумаг оказало введение европейской валюты: сегодня данный сегмент для зоны евро уже можно назвать консолидированным, в то время как для других фондовых ценностей процесс находится в переходной стадии.

## ***2. Обращение ценных бумаг, организация торговли***

### **2.1 Инвесторы на фондовом рынке.**

Старейшей группой инвесторов в Нидерландах, как и во всем мире, является население. Собственно именно с розничной торговли акциями первых голландских акционерных обществ и началась история фондового рынка. Но, естественно, со временем в важнейших держателей финансовых активов в Нидерландах превратилась группа финансовых учреждений, определяемых термином «институциональные инвесторы». В целом за последние несколько лет можно отметить динамичное развитие

отрасли, наращивание финансовой мощи и увеличения роли на фондовом рынке основных ее представителей.

Пенсионные фонды являются первой важнейшей группой институциональных инвесторов страны. Нидерланды являются одной из немногих стран континентальной Европы, где традиционно развивалась накопительная система пенсионного обеспечения (funded pension schemes), а не бюджетное финансирование.

Система пенсионного обеспечения в Нидерландах является трехуровневой

1. пенсионные пособия, выплачиваемые из бюджета (их размер, как правило, равен минимальному размеру оплаты труда)- все текущие пенсионные выплаты финансируются за счет текущих налоговых поступлений (pay as you go system).

2. коллективное пенсионное обеспечение (финансируется за счет накопления средств в пенсионных фондах) – взносы делают как работодатели, так и население –обычно около 70 % от уровня заработной платы, получаемой перед выходом на пенсию.

3. частное пенсионное обеспечение (сберегательные, инвестиционные или др. программы)

Сбалансированное развитие трех компонентов данной системы, на каждом из уровней которой происходит аккумуляция денежных средств по различным принципам, сделало голландскую систему пенсионного обеспечения одной из самых развитых и успешно функционирующих в мире. В условиях тенденций старения населения и снижения продолжительности периода занятости, страна находится в лучшем положении, чем , к примеру, Франция или Германия.

На сегодняшний день голландские пенсионные фонды занимают важное место среди европейских институциональных инвесторов. Инвестиционная деятельность фондов осуществляется по «принципу

благоразумного человека» ( “prudent person principle”, который также лежит в основе «Пенсионной Директивы ЕЭС») Единственное количественное ограничение для структуры инвестиционного портфеля пенсионных фондов , установленное в законодательном порядке, заключается в том, что доля активов, инвестированных в управляющую компанию, не может превышать 10 %. <sup>18</sup> Валюта активов, в которые инвестируют средства пенсионные фонды, может быть любой.

В последнее время увеличилась доля средств голландских пенсионных фондов, инвестированных за рубежом, (с 25 % в 1996 до 60 % в 1999г.)<sup>19</sup> Безусловно, одной из причин этого является введение единой европейской валюты евро, но ,тем не менее, за пределами евро -зоны находится почти половина всех инвестиций за рубежом. . В целом чем больше по размерам фонд , тем более его активы диверсифицированы географически . Структура инвестиционного портфеля фонда соответствует избранной им инвестиционной стратегии (business memorandum), которая, в свою очередь, зависит от характера обязательств фонда, от возрастной структуры вкладчиков фонда (например, фонды, вкладчиками которых является более молодая часть населения, предпочитают инвестировать в акции компаний, надеясь получить доход в долгосрочной перспективе и принимая повышенный риск сегодня, в то время как фонды, обслуживающие пожилое население- в активы с фиксированными доходами – гос. облигации и т.п.).

Общее количество пенсионных фондов, зарегистрированных в Нидерландах на 31.12.2000 составило 986, суммарный объем активов которых превысил 970 млрд гульденов , что составило 111 % ВВП. Это самый высокий в мире показатель (Справочно: в 1995 г этот показатель находился на уровне 85%),<sup>20</sup>

---

<sup>18</sup> В целом статистика показывает, что, руководствуясь принципом “ благоразумного человека” , пенсионные фонды в среднем получают доходность больше , чем в случае наличия законодательных ограничений для их вложений. (Приложение 11)

<sup>19</sup> “ Coping with Pensions Crisis- where does Europe stand?” Paper for the NBER , 10 November 2000.

<sup>20</sup> « Annual Report of PVK 2000 » [www.pvk.nl](http://www.pvk.nl)

На долю крупнейшего голландского пенсионного фонда АВР(Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds) приходится почти три четверти ресурсов пенсионной системы страны (интересно, что Нидерланды, по объему активов пенсионных фондов, являются 4-й страной в мире, в то время как фонд АВР-второй по размерам, уступает только американскому “Teacher’s fund”) Фонд имеет собственную управляющую компанию (in-house asset manager АВР Investment) Это фонд госслужащих и учителей. Размер активов в его управлении превышает 150 млрд евро (конец 1999 г) Клиентами фонда (имеются в виду пенсионеры и люди выплачивающие взносы) являются , 2,4 млн человек. Структура активов АВР такова:

52 %- активы с фиксированным доходом

40 %- акции

8 % недвижимость <sup>21</sup>

Планируется повысить долю акций за счет уменьшения доли облигаций и еще более диверсифицировать портфель географически (сегодня более 30 % активов инвестировано за пределами Европы)

Фонд является крупнейшим игроком на рынке еврооблигаций благодаря инвестированию в акции фонда Rodamco, являющегося членом крупнейшего в Европе голландского семейства инвестиционных фондов Robeco, активы фонда в настоящее время диверсифицированы крайне широко.

До 1998 г пенсионные фонды не были обязаны раскрывать свою финансовую отчетность, сейчас они обязаны это делать ежеквартально, но, по сравнению с корпорациями и страховыми компаниями, она менее подробна. Отдельная глава в отчетах посвящена деятельности фонда на рынке ценных бумаг.

---

<sup>21</sup> “Coping with Pensions Crisis- where does Europe stand?” Paper for the NBER , 10 November 2000.



Налогам облагается только чистая прибыль, взносы в фонды и их доходы- нет. Налог на корпорации с пенсионных фондов не взимается (со страховых компаний жизни- да).

Страховые компании являются второй важнейшей составляющей отрасли институциональных инвесторов Нидерландов. Среди них основными являются компании по страхованию жизни, активы которых в 2000 г составили 581 млрд гульденов,(33 % ВВП), на их долю приходится примерно 90 % суммарных вложений этой группы инвесторов. ( В 2000 г инвестиции компаний по страхованию жизни составили 511 млрд гульденов, компаний имущественного страхования – 61 млрд гульденов) Количество компаний по состоянию на 31 декабря 2000 г составило 413.<sup>22</sup> Что касается структуры инвестиционного портфеля страховых компаний, вне зависимости от того, является ли она компанией по страхованию жизни или компанией имущественного страхования, то здесь (равно как и для остальных институциональных инвесторов) налицо преобладание активов с фиксированной доходностью

Регулятивным органом для компаний по страхованию жизни является Министерство финансов. Кроме того, органом, курирующим деятельность страховых компаний (равно как и пенсионных фондов) в Нидерландах, проводящим мониторинг и исследования в этой области, также является «Пенсионная и страховая палата» (Pensioen en Verzekeringskamer (PVK)) Инвестиционная деятельность компаний по страхованию жизни приведена в соответствии с директивой ЕЭС «Third Life Directive»

Институты коллективного инвестирования Данная форма институционального инвестирования получила довольно широкое распространение в Нидерландах. Сектор продемонстрировал очень высокие темпы роста (активы инвестиционных фондов за период 1987 г по 1998 г

---

<sup>22</sup> « Annual Report of PVK 2000 » [www.pvk.nl](http://www.pvk.nl)

увеличились более чем в 4 раза и составил на конец 1998 г 75 млрд долларов)<sup>23</sup>.

Существует несколько типов предприятий коллективных инвестиций (родовым понятием для которых служит термин “investment undertaking”):

1. Инвестиционные корпорации с образованием юридического лица (investment corporations) в форме частной или публичной компании ( последние составляют большинство ).

2. Предприятия без образования юридического лица (investment funds), которые, в свою очередь, также делятся на несколько типов (партнерства с ограниченной и неограниченной ответственность и т.п. ). В случае, если инвестиционный институт не является юридическим лицом, он в обязательном порядке должен иметь контракт с управляющей компанией ( в качестве которой может выступать банк, страховая компаний, портфельный менеджер и т.п. ) Требования к руководящему составу менеджмента управляющих компаний следующие: соответствующее образование и не менее двух лет работы в аналогичной должности. Количественных ограничений на размер вознаграждения управляющей компании и кастодиана нет ( в среднем составляет 0,5-2 % от стоимости чистых активов). Кроме того, необходимо наличие контракта на кастодиальное обслуживание (кастодианом может выступать юридическое лицо, чьим единственным видом деятельности является предоставление такого рода услуг, минимальный уровень чистых активов для которого – 250 000 гульденов (около 100 000 евро)).

Так же как и как и в большинстве стран мира, преобладающее число предприятий коллективных инвестиций являются «открытыми» (open-ended) для своих вкладчиков , т.е. обязующимися выкупать паи или акции по требованию участников (акционеров) из расчета стоимости чистых активов, приходящихся на один пай (акцию). Такого рода компании являются

---

<sup>23</sup> Bank for International Settlements- 68-th Annual Report. P. 85

типичными «инвестиционными компаниями с переменным размером капитала» (Investment companies with fluctuating capital), статус которых позволяет им избегать ограничений и многих формальностей в отношении процедуры выкупа и погашения собственных ценных бумаг.

Подавляющее число «закрытых» компаний (closed end) создается в виде частных корпораций и имеют строгие правила, регулирующие обращение своих акций.

Также получили распространение «полуоткрытые» компании (semi-open-ended institutions) которые в течение года могут быть либо «открыты» для вкладчиков, либо «закрыты»

Большинство предприятий коллективных инвестиций в Нидерландах соответствует стандартам и имеет лицензию UCITs- (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities- понятие, появившееся в 1985 г в результате принятия директивы ЕС по предприятиям коллективных инвестиций). Согласно этой директиве под UCITs понимаются инвестиционные фонды открытого типа, которые имеют право привлекать и вкладывать средства в любой стране ЕС)

Ограничения для структуры активов UCIT выглядят следующим образом:

1. Средства могут быть инвестированы в ценные бумаги высокого инвестиционного качества (по сути дела, только в бумаги компаний, прошедших листинг на бирже, за исключением производных ценных бумаг)

2. Не более 10 % активов UCIT могут быть вложены в ценные бумаги одного юридического лица

3. Не более 5 % средств может быть вложено в акции (паи) другого UCIT.

4. Нельзя приобретать контрольные пакеты голосующих акций компаний.

В случае отсутствия такой лицензии, в соответствии с голландским “Законом о предприятиях коллективных инвестиций”, каждая такая организация должна получить лицензию Центрального Банка Нидерландов (для компаний из определенного числа стран, законодательство о рынке ценных бумаг которых компетентные органы Нидерландов находят “адекватным”, например США и Люксембург, получение лицензии необязательно) .

Как и в большинстве стран континентальной Европы, наибольшее распространение в Нидерландах получили фонды, вкладывающие свои средства в сбалансированные активы, в последнее время все больше и больше стало появляться “индексных фондов”. В целом же можно отметить достаточно широкую диверсификацию (как географически, так и по видам инструментов инвестирования )активов фондов в целом .

#### **Структура активов Голландских институтов коллективного инвестирования (В %, 2000 г)**

Акции голландских эмитентов	11,3
Активы с фиксированным доходом голландских эмитентов	25,5
Акции иностранных эмитентов	16,6
Активы с фиксированным доходом иностранных эмитентов ( в основном других европейских стран, США и Канады)	22,6
Прочее	14,0

Источник : [www.mfcafe.com](http://www.mfcafe.com)

65 % инвесторов фондов -частные лица . но в последнее время, благодаря динамичному развитию отрасли , увеличилось внимание и со стороны пенсионных фондов , а в несколько меньшей степени и со стороны страховых компаний.

Распространение акций (паев) обычно происходит через широкую сеть филиалов голландских банков (60 %), по прямым каналам маркетинга распространяется около трети ценных бумаг, оставшаяся часть- - через

независимых посредников . Комиссионные по сделкам обычно не превышают 1,5 %.<sup>24</sup>

72 % активов голландских институциональных инвесторов находятся под управлением независимых управляющих, среди которых огромная ниша ( около 50 %) занята группой Robeco, в управлении банков находится 25 %, страховых компаний –3 %.

Robeco Groer-крупнейшая управляющая компания в Европе (основана в 1933 г в Роттердаме), количество инвесторов в фонды, находящиеся под управлением компании превышает 1 000 000 физических и юридических лиц по всему миру, размер активы под управлением -100 млрд евро.<sup>25</sup>

Четыре крупнейших группы фонда:

Robeco N.V. ( самый крупный из фондов, вкладывает средства в “голубые фишки”, ) Rolinco N.V.(акции компаний роста ) Rorento N.V.(ценные бумаги с фиксированной доходностью), Rodamco N.V. ( инвестиции «в регионы» :Asia, Europe, North America, United Kingdom. Около 5 % акций данного фонда находятся в портфеле пенсионного фонда ABR, что позволило последнему шире диверсифицировать свои вложения и повысить уровень их доходности ) и др. Несколько лет назад Robeco Groer заключила соглашение о взаимосотрудничестве с Rabobank, а затем вошло в состав этой банковской группы, что позволило компании еще более усилить свое влияние среди частных инвесторов.

На все инвестиционные институты накладываются обязательства по проведению аудиторских проверок, раскрытию финансовой информации, публикации проспектов эмиссий, полугодовых и годовых отчетов и т.п. Для многих институциональных инвесторов законодательство предусматривает наличие налоговых льгот, размер которых зависит , в основном, от структуры активов таких предприятий.

---

<sup>24</sup> Данные публикаций сайта [www.kpmg.nl](http://www.kpmg.nl)

## 2.2 Профессиональные посредники.

Согласно действующему в Нидерландах законодательству о рынке ценных бумаг (Securities Transactions Supervision Act, 1995) , понятие «компании по ценным бумагам» включает в себя занимающиеся посреднической деятельностью организации, а также портфельных менеджеров.

Деятельность компаний лицензируется Комиссией по фондовому рынку Нидерландов , требования для получения лицензии следующие:

- минимальный размер капитала 50 000 евро в том случае, если услуги предоставляются лишь ограниченному кругу юридических и физических лиц , причем деятельность компания осуществляет за счет своих клиентов.
- минимальный размер капитала 730 000 евро в том случае, если посредник осуществляет свою деятельность за собственный счет или намерен выступать в качестве андеррайтера.
- раскрытие информации перед публикой.
- компетентность и кредитоспособность.

В Нидерландах традиционно основной группой финансовых посредников являются банки. Доля компаний по ценным бумагам (investment firms) в активах финансовой системы невелика, кроме того, большинство из них является дочерними структурами банков (Rabo Securities, ING Barings, Mees&Hope, Pierson и т.п.) . Среди основных брокеров на Euronext Amsterdam большинство составляют банки, а из 25 финансовых институтов, являющихся членами ISMA (International Securities Markets Association), 18 являются кредитными учреждениями или их дочерними предприятиями.

Половина всех инвестиционных фондов находится под управлением банков и их дочерних структур.

Первой кредитной организацией в стране стал созданный в 1609 г. Wisselbank или Bank of Amsterdam, чья деятельность в основном была ориентирована на предоставление услуг торговцам и обслуживание правительственных нужд. В дальнейшем похожие учреждения открывались постепенно и в других голландских городах в качестве «местных частных банков» (kassiers).

Голландские банки по своей форме тяготеют к модели, распространенной в Германии и Франции и получившей название «универсальной», объединяющей традиционную деятельность коммерческого банка с деятельностью «инвестиционного банка», т.е. компании по ценным бумагам. Кроме того, голландские банки одними из первых в Европе начали заниматься страхованием жизни (это явление получило название «bankassurance»). Бельгийско-голландская группа «Fortis» соединяет эти виды деятельности уже много лет, ING – с начала 90-х.

В результате объединения различных направлений посреднической деятельности на рынке капиталов традиционные банковские организации постепенно превращаются в финансовые конгломераты, предоставляющие услуги, свойственные компаниям по ценным бумагам, страховым компаниям и портфельным управляющим. На сегодня 10 из 15 крупнейших банков страны являются членами таких конгломератов.<sup>26</sup>

Кроме того, деятельность крупнейших финансовых институтов Голландии в последнее время характеризовалась высочайшим уровнем международной диверсификации, что, безусловно, положительно отразилось на показателях их ликвидности и надежности (здесь необходимо сделать оговорку о том, что поиск ниш на иностранных финансовых рынках не всегда заканчивался успешно, многие зарубежные офисы голландских

---

<sup>26</sup> Speech held by Dr Ahem Wellink at the launch of the Netherlands Society of Investment Professionals 6/10/99  
www.dnb.nl

банков, не оправдав надежд, были закрыты, например отделение ABN Amro в Шри-Ланке, большие трудности испытывало и Rabo Securities, открытое в Лондоне и т.п.) По применяемой Moody's шкале FSR ABN Amro и Rabobank входят в высшую категорию (A) а ING в следующую категорию (B) Это процветающие банки на сильном стабильном рынке.

Банковский сектор Нидерландов зачастую называют “перенасыщенным” (особенно это характерно для розничных услуг), и, естественно, конкурентная борьба за клиентов заставляет банки постоянно задумываться о стратегических альтернативах своего развития, искать новые каналы распространения продукции.

Многочисленные слияния и поглощения, произошедшие в стране в 1990-х годах и особенно усилившиеся в последнее время, в преддверии введения единой европейской валюты, привели к тому, что рынок на сегодняшний день носит ярко выраженный олигополистический характер. На долю нескольких крупнейших банков страны (ABN Amro, Rabobank, ING, Postbank, Fortis Bank), с большим или меньшим успехом предоставляющих своим клиентам практически все виды финансовых услуг, приходится около 80 % рынка.

Каждый из этих банков имеет огромные активы, развитую филиальную сеть и т. п., но вместе с тем каждый из них имеет свою ярко выраженную «индивидуальность»



Rabobank- кооперативное, т.е. принадлежащее своим членам кредитное учреждение, созданное более ста лет назад, в состав которого на сегодняшний день входят 467 членов, в мировой иерархии банков по размерам Rabobank занимает 16-е место <sup>27</sup>. Интересы его, ( в большей степени в прошлом, в меньшей степени в настоящем), связаны с сельским хозяйством.

Rabobank-единственный финансовый институт в Нидерландах, имеющий рейтинг AAA . Это, естественно, накладывает определенный отпечаток на его работу: на финансовом рынке вообще, как и на рынке ценных бумаг , в частности, банк нацелен на работу исключительно с первоклассными контрагентами (среди которых есть правительства европейских государств).

Rabobank заслуженно считается одним из наиболее известных и значительных игроков на рынке «розничных» банковских услуг Европы .Большинство его корпоративных клиентов- мелкие и средние компании.

Банк начал стремительно наращивать объемы деятельности на фондовом рынке с середины 90-х ,было создано специализированное дочернее предприятие Rabobank Securities, реализующее свою деятельность через громадную сеть отделений Rabobank . В результате поглощения в состав Rabobank вошли страховая компания Achmea, а также крупнейшее в стране семейство инвестиционных фондов Robeco Group.

Голландский банк ABN AMRO был образован в результате многочисленных слияний и поглощений между кредитными организациями, первая из которых была создана по приказу короля Вильгельма 1 в 1824 г. Аббревиатура ABN обозначает Algemene Bank Nederland (всеобщий банк Нидерландов) AMRO - Amsterdam-Rotterdam. Банк создан в форме публичной корпорации (NV), его акции активно торгуются на Euronext, входят в состав ведущих биржевых индексов. Существует несколько

---

<sup>27</sup> [www.rabobank.nl](http://www.rabobank.nl)

держателей крупных пакетов акций банка (свыше 5 %), остальные акции чрезвычайно широко распространены и являются составляющей большинства инвестиционных портфелей голландских кредитных учреждений, институциональных инвесторов и т.п. Подразделения банка открыты в более чем 71 странах мира. По суммарному объему активов (597,7 млрд евро), ABN Amro занимает шестое место в мире. Банк имеет 3500 подразделений, 111 000 сотрудников<sup>28</sup>.

В настоящее время банк занимает огромную (около 50 %) нишу рынка финансового обслуживания корпораций в Нидерландах, 2/5 торговли ценными бумагами на Euronext Amsterdam осуществляются непосредственно ABN Amro, а также через его дочерние предприятия, такие, как Pierson, Heldring&Pierson, Bank Mees&Hope<sup>29</sup>. На внутреннем рынке Нидерландов банк выступает в качестве крупнейшего инвестиционного консультанта (в частности эта роль была отведена именно ABN Amro при размещении на бирже акций Euronext NV).

ABN Amro, обладая членством на крупнейших биржевых площадках мира, является важным игроком на рынке акций (в турнирных таблицах по операциям с акциями занимает 7-е место). Совместно с NM Rothschild банком было создано венчурное предприятие, которое, выступая в качестве андеррайтера, за последние два года стало лидером на рынке голландских акций (в частности, действовало в качестве финансового посредника при размещении комбинированного выпуска акций и конвертируемых облигаций крупнейшего в стране телекоммуникационного концерна KPN, также при осуществлении приватизационной программы компаний TNT Post Groep и Reed Elsevier и т.п.).

Особо нужно отметить участие банка на американском фондовом рынке: благодаря покупке ING Barings US ABN Amro стал крупнейшим из «иностранных» банков на рынке США (всего им было открыто 432

---

<sup>28</sup> [www.dutchpress.nl](http://www.dutchpress.nl)

<sup>29</sup> [www.globalcustodian.com](http://www.globalcustodian.com)

подразделения) Важную роль банк также играет на финансовом рынке Бразилии и Польши .ABN AMRO Bank с 1978 г. работает на советском, а затем и российском рынке. В 1993 г. дочерний банк ABN AMRO в России - ABN AMRO Bank (Moscow) получил генеральную лицензию

Одной из возможных перспектив своего развития ABN Amro считает слияние с бельгийско-голландской компанией Fortis Group : в условиях непрерывной конкурентной борьбы на финансовом рынке объединенной Европы синергетический эффект и последующие прибыли от слияния активов крупнейшего финансового посредника с огромными фондами в управлении Fortis выглядят довольно привлекательно.

ING Group была образована в 1991 г. после отмены правительством Нидерландов закона о запрете одновременной банковской и страховой деятельности в результате слияния страховой компании Nationale Nederlanden и банковской группы NMB Postbank Group. Являясь во многом новатором на рынке «bankassurance» , за десять лет ведения бизнеса, совмещающего оказание страховых и банковских услуг, компания существенно нарастила свои активы. Чистая прибыль ING за этот срок повысилась на 21 %<sup>30</sup> Выступая в качестве страховщика, банк получает возможность привлечения «длинных» денег, что повышает ликвидность кредитного учреждения и делает его бизнес более надежным, но в то же время , будучи ответственным за денежные средства страхователей, банк вынужден снижать долю рискованных активов в их суммарном объеме.

Ключевое правило ведения бизнеса ING Bank -это ориентация на международные рынки. Банк имеет исключительное положение на рынке финансовых услуг развивающихся экономик На сегодняшний день более 45 % служащих группы ING работает за рубежом. .

Важным этапом в истории бизнеса ING на фондовом рынке стало приобретение в 1996 г обанкротившегося «торгового» банка Baring Brothers ,

---

<sup>30</sup> «High hope in the low countries» Euromoney magazine10/01 [www.euromoney.com](http://www.euromoney.com)

существовавшего с 1762 г и являвшегося одним из первых в мире специализированным учреждением, проводящим операции на рынке ценных бумаг (merchant banks).

В целом необходимо отметить, что тенденция к «сращиванию бизнесов» достаточно ярко проявилась в концепции развития ING Group. Сегодня ING Group нельзя назвать ни банком, ни страховщиком, ни портфельным управляющим- это финансовый посредник, доминирующими направлениями в деятельности которого являются банковское дело, страхование и управление активами.

Немаловажное значение в банковском бизнесе Голландии имеет бельгийско-голландский концерн Fortis Group , образованный в результате слияния сберегательных банков двух стран. Его капитализация составляет 44.7 млрд евро, а активы под управлением 438 млрд евро<sup>31</sup> .На фондовом рынке выступает прежде всего в роли крупнейшего институционального инвестора и страховщика.

Наряду с банками-гигантами на фондовом рынке Нидерландов осуществляют свою деятельность и мелкие специализированные банки( создаваемые в основном в качестве подразделений крупных компаний или иностранных банков и являющиеся по сути дела «финансовыми бутиками», обслуживающими либо определенные корпорации, либо богатых индивидуумов)

Безусловно огромное влияние на развитие банковского сектора в Европе оказывает введение единой европейской валюты евро. По мнению г-на А. Веллинка, президента Банка Нидерландов, благодаря этому процессу объединенный рынок капиталов должен стать более прозрачным и ликвидным, и, следовательно , удельный вес прямых заимствований корпораций на рынке капиталов должен увеличиться, вследствие чего также

---

<sup>31</sup>[www.dutchpress.nl](http://www.dutchpress.nl)

должен возрасти размер доходов банков, полученных от осуществления посреднической деятельности с ценными бумагами.

## **2.3 Фондовые биржи.**

### **2.3.1 Биржевая торговля в Нидерландах (1611-2000 гг)**

Амстердамская биржа - старейшая фондовая биржа из существующих поныне. Годом ее создания считают 1611 год, когда торговые посредники для своих операций приобрели торговое помещение (до этого сделки совершались в хорошую погоду - на мосту, а в плохую - в церкви, под звуки органа). Поначалу допуск на биржу был свободный, любой пришедший мог заключить сделку на ней с кем угодно. Завершение сделки сопровождалось обязательным рукопожатием, что входило в правила торговли.

Достаточно долго на Амстердамской бирже торговали в основном облигациями правительства Голландии, администрации Амстердама и некоторых других голландских городов. Что касается акций, то регулярные торги на протяжении длительного времени обеспечивали лишь акции объединенной Ост-Индской компании (постоянный капитал составлял 6,5 млн. гульденов) - первой акционерной компании в Нидерландах, основанной в 1602 г. Минимальный срок членства в компании был 10 лет. Подписка на акции была публичной, т.е. каждый житель Голландии мог подписаться на них. Акции компании изначально котировались в 130 % от номинала. В 1605 году компанией впервые была распределена прибыль ( причём не деньгами, а перцем) в размере 15% от стоимости акции, курс последней при этом увеличился до 140%. В 1607 году курс составил 180 -200 %, а в 1608 году акции упали до 160 -130 %. Эти скачки создали условия для игры на понижение, массовых спекуляций. Начиная с 1644 г ,компания приступила к выплате дивидендов исключительно в денежной форме. На протяжении 200

лет своего существования она регулярно выплачивала дивиденды, среднегодовая ставка которых была равна 18 % от номинала.

Второй акционерной компанией, чьи акции стали обращаться на Амстердамской бирже, стала Вест-Индская компания, основанная в 1621 г. Появление этой компании способствовало усилению спекуляции на бирже. Подписка на акции этой компании осуществлялась уже не только в Нидерландах, но и за границей. Впервые был составлен проспект эмиссии, имевший в основном рекламный характер.

К концу 17 века на бирже стали осуществлять операции и с иностранными займами, благодаря посредничеству нидерландского правительства. В 18 в среди эмитентов появились английские Ост-Индская компания, Компания Южных морей, Банк Англии, правительства европейский государств. В 1747 г. на Амстердамской бирже котировались 44 вида ценных бумаг (три вида голландских акций, три вида английских акций, двадцать пять видов голландских государственных займов, четыре вида английских государственных облигаций и т.д). К концу 18 века котировались уже свыше 100 различных ценных бумаг.

Амстердамская биржа вплоть до 1913 г. была биржей универсальной, в ее стенах осуществлялась торговля как различными товарами (Амстердам стал важнейшим рынком пряностей, сукна, табака, хлеба, рыбы и кофе), так и ценными бумагами (основным инструментом являлись акции торговых компаний). Именно здесь были опробованы практически все методы торговли ценными бумагами, существующие и в настоящее время - срочные сделки, в. т. числе сделки с премией (опционы), репортные и депортные операции (операции репо), маржевые сделки (с использованием заемных средств) и т.п.

Важным этапом в развитии биржи стала отмена в 1990 г налога на биржевые операции и фиксированных комиссионных.

До 1 января 1997 года в Нидерландах существовало 4 биржи- Амстердамская фондовая биржа, Европейская биржа опционов (созданная в 1978 г по инициативе Амстердамской фондовой биржи), Амстердамская биржа финансовых фьючерсов и Амстердамская биржа сельскохозяйственных фьючерсов. 1 января 1997 года произошло слияние Амстердамской фондовой биржи с Европейской биржей опционов (ЕОЕ) и Амстердамской биржей финансовых фьючерсов (дочерней структурой ЕОЕ) . В результате была создана огромная организация, обладающая солидным потенциалом и весьма значительными конкурентными преимуществами по сравнению с другими мощными финансовыми рынками Европы . Немного позднее, 10 февраля 1997 г , к объединенной бирже присоединилась и Амстердамская биржа сельскохозяйственных фьючерсов , В результате преобразований была создана новая компания- Amsterdam Exchanges NV (АЕХ) , владеющая контрольными пакетами акций всех четырех торговых площадок. Все активы, ранее принадлежащие Амстердамской фондовой бирже ,и активы по торговле производными финансовыми инструментами перешли в пользование АЕХ-Effectenbeurs NV и АЕХ- Optiebeurs NV(дочерних структур АЕХ) соответственно .

Кроме того, была создана новая компания АЕХ-Clearing and Depository NV , которая, наряду с уже существующими, АЕХ-Information Technology NV , АЕХ-Data Services BV обеспечивала работу биржевой инфраструктуры, причем все акции этих компаний на 100 % также принадлежали АЕХ.<sup>32</sup>

Во время проведения слияния бирж был также изменен и их организационно- правовой статус. Если ранее все голландские биржи существовали в форме ассоциаций, то в 97 г они (а также и их дочерние структуры)были преобразованы в публичные или частные корпорации (NV

---

<sup>32</sup> Catherine Jorna-Templin «Merger Between the Amsterdam Stock Exchange and the European Options Exchange» Journal of international banking law , 1997

или BV соответственно). Такое преобразование стало закономерным для большинства лидирующих мировых торговых площадок, явлением, отвечающим требованиям времени и ужесточению конкурентной борьбы.

Выпущенный акционерный капитал AEX составил 50 000 зарегистрированных акций категории A и 50 000 акций категории B (номинальная стоимость тех и других составила 1 000 гульденов) . Кроме того, было размещено 100 000 так называемых “profit sharing certificates PSC” – ценных бумаг, предоставляющих право их держателем участвовать в распределяемых прибылях компаний. Интересно, что эти бумаги были выпущены взамен на гуд-вилл существующих ассоциаций. Держателями данных бумаг ( 50/50) стали бывшие члены ассоциаций Амстердамской Фондовой биржи и Европейской биржи опционов. Выпуск акций обоих типов и сертификатов сопровождался наложением ограничений на их обращение: в течение пяти лет после эмиссии (т.е. до 1.01.2002). акции категории A должны были оставаться в собственности первичных держателей ( членов бывших ассоциаций), акции категории B могли становиться предметом сделок купли-продажи, заключаемых исключительно между членами вышеупомянутых ассоциаций. Кроме того, не более 50 % данных бумаг могли принадлежать институциональным инвесторам ,не более 10 процентов акций – одному акционеру (исключение было сделано для пенсионных фондов и компаний, проводящих сберегательные схемы, для них лимит установлен на уровне 15 %).

Превращение биржи из ассоциации в публичную компанию повлекло и изменение статуса компаний, являющихся членами биржи. Теперь они получили статус «допущенных институтов» (admitted institutions or permit holders) . Их взаимодействие с AEX происходит на основе заключаемых с ней контрактов и подчиняется General Regulation (свода биржевых правил, регулирующих обращение ценных бумаг, а также надзорные процедуры

---



,порядок разрешения споров между биржей и ее участниками и участниками между собой и т.п) Согласно новым правилам прежде чем начать осуществление торговли на новом рынке, все ее члены ассоциаций обязаны были подписать листинговое соглашение с биржей в течение 1 месяца со дня ее основания (1.01.97)

В целом необходимо отметить, что изменение организационно-правовой структуры биржи, наряду с происшедшими слияниями, открыло новые перспективы перед АЕХ, сделав биржевую площадку более конкурентноспособной. Биржа открылась для широкой группы инвесторов, не только членом биржи, что дало новые возможности для ее технологической модернизации.

Управление биржей осуществляется по принципу «структурного режима».

Став крупной публичной компанией, биржа оказалась объектом регулирования государственных органов в большей степени, чем была ранее ассоциация. Традиционно биржа Нидерландов была саморегулируемой организацией. Теперь, когда многие решения, касающиеся проведения торгов, могли быть приняты под воздействием меркантильных интересов акционеров, было решено уполномочить Комиссию по фондовому рынку Нидерландов, т.е. независимую, некоммерческую структуру, осуществлять контроль за деятельностью биржи, а также за соответствием ее деятельности национальному и европейскому законодательствам.

Необходимо также сказать и о существующем в Нидерландах рынке для акций молодых мелких и средних компаний (Official parallel Market) В 1993 г эта структура вошла в состав основной биржи, в 1996 г появился New Market Amsterdam – (проект NMAX- New Market Amsterdam), связанный с аналогичными рынками Германии, Бельгии и Франции в рамках единого проекта Euro-NM.

## **2.3.2 Образование и перспективы развития биржи Euronext.**

### **2.3.2.1 Образование биржи: основные количественные характеристики, новые перспективы.**

22 сентября 2000 г был претворен в жизнь проект интеграции трех европейских фондовых рынков : произошло слияние фондовых бирж Франции, Нидерландов и Бельгии (Societe des Bourses Francaises SA (SBF), Amsterdam Exchanges NV (AEX) , Societe de la Bourse de Valeurs Mobilieres de Bruxelles/Effectenbeursvennotchap ven Brussel NV (BXS) приведшее к появлению второго по размерам, первого полностью интегрированного, межнационального единовалютного рынка Европы - Euronext. Появление новой биржи можно назвать своеобразным ответом соперникам в Европе по созданию объединенных площадок- проектов iX и Euroboard, (а также созданию и внедрению альтернативных торговых систем)

В отличие от них Euronext – это не альянс, а именно полное слияние, задачей которого должно стать придание ускорения процессу консолидации в сфере торговли европейскими акциями и производными инструментами, а также в сфере расчетов, к которым стремится мировое сообщество.

Основной причиной данного слияния стало стремление достичь преимуществ перед другими торговыми площадками Европы, прежде всего, за счет увеличения масштабов, причем преимущества эти очевидны как для членов биржи, так и для институциональных и розничные инвесторов, посредников. Инвесторы получили возможность торговать как голубыми фишками, так и акциями средних и малых компаний, обеспечить адекватную диверсификацию активов , компании-больше клиентов (около 8 млн потенциальных частных инвесторов). Немаловажной причиной для слияния биржевых площадок также стала их географическая приближенность друг к другу, в связи с чем конфликт интересов рано или поздно стал бы неминуемой перспективой.

Среди основных преимуществ Euronext выделим следующие:

- возможность торговли на базе единой торговой платформы акциями, облигациями, деривативами-, создание единой книги приема заявок, единый листинг на бирже (Euronext list)
- унифицированные системы неттинга и клиринга
- единая система депозитариев

Все вышеперечисленные характеристики новой биржи должны создать условия, позволяющие, с одной стороны, экономить на масштабе, с другой-обеспечивая повышение ликвидности фондовых ценностей, а также увеличивая круг потенциальных эмитентов и инвесторов , -осуществлять торговлю более эффективно и диверсифицировано.

#### Структура биржи.

В результате слияния все три фондовые биржи стали дочерними структурами одной компании – Euronext NV - холдинга , имеющего головной офис в Амстердаме . Выбор «naamloze vennotchap» (голландской публичной корпорации ) был обоснован тем, что ,по мнению экспертов, данная форма организационно-правового устройства наиболее полно соответствует мультинациональному слиянию. Euronext NV осуществляет все ключевые функции бирж-учредителей, и ее структура организуется по функциональному признаку. Руководство функциональных подразделений расположено в трех финансовых центрах, что призвано “обеспечить одновременно как баланс ответственности, так и синергетический эффект в работе Euronext”. Как отмечает журнал The Economist, Париж, как крупнейший из трех объединяющихся рынков, несомненно, должен стать площадкой для торговли blue-chips. Амстердам объединит бизнес трех стран в сфере операций с фьючерсами и опционами, а Бельгии достанется участок торговли акциями небольших фирм с высоким потенциалом роста..

Акционеры SBF и BXS передали принадлежащие им активы Euronext NV, получив взамен часть акционерного капитала последней, который размещался по номинальной цене. Собственники AEX стали акционерами

новой биржи вследствие трехстороннего юридического слияния. Для этого Euronext Amsterdam NV была зарегистрирована в качестве акционерной компании, 100 % акций которой находятся в собственности Euronext NV. Amsterdam Exchanges, Euronext Amsterdam NV и Euronext NV слились друг с другом, в результате чего АЕХ прекратила существование как таковая, передав свои активы и обязательства Euronext Amsterdam NV. Держатели PSC (profit sharing certificates) также получили свою долю акций Euronext. На сегодняшний день «голландцам» принадлежат 32% акций биржи Euronext («французам» 60, «бельгийцам»-8.)<sup>33</sup>. Акции Euronext находятся в свободном обращении, единственное исключение для их держателей заключается в том, что никакая структура не может иметь (непосредственно либо опосредованно, индивидуально или в совокупности с дочерними компаниями) в своей собственности более 10 % акций Euronext NV

7.08.00 всеми тремя биржами было объявлено намерение допустить акции Euronext к официальной торговле на всех трех площадках. Торги начались с 6.07.01, период подписки продолжился с 21.06.01 по 4.07.01. Акции торгуются в Париже в категории “Premier Marche”, в Брюсселе как обычные акции, а в Амстердаме им присвоен особый статус – “торгуемых, но не включенных в листинг” бумаг.

Так же как и в прошлом АЕХ, новая биржа управляется по принципу «структурного режима», первый уровень- это Наблюдательный Совет в составе 12 членов, представляющих интересы всех участников, включая инвесторов, второй- Правление в составе трех членов. Президент биржи будет избираться на четырехлетний срок по принципу ротации. Первым этот пост занял Жан-Франсуа Теодор (Генеральный директор ПФБ). Джордж Меллер (Президент АЕХ) стал начальником Операционного Управления..

---

<sup>33</sup> Stan Beckers; Lucas Rijckmans; Yvonne Stam; Steven Storm «EURONEXT: A DUTCH PERSPECTIVE»-r: Butterworths journal of international banking and financial law, 2001

Основными источниками дохода биржи являются плата за предоставляемые услуги а также плата за листинг ( Приложение 15).

Судя по всему, 2002 г должен принести много нового для панъевропейской биржи- в первые месяца 2002 года была поглощены биржа LIFFE, BVLP (Borsa de Valores de Lisboa e Porto) объявила об окончании слияния и о создании Euronext Lisbon., было подписано соглашение о взаимосотрудничестве с Варшавской фондовой биржей

#### Количественные характеристики

По замыслу создателей Euronext, новая биржа должна обслуживать более 1 300 местных эмитентов ( на 31.12.00- 1 653. ), показатель совокупной рыночной капитализации которых должен быть не менее 2 380 млрд. евро. ( на 31.12.00 – 2 420 евро). Стоимость акций, обращающихся на трех биржах, в 1999 г. равнялась 1 453 млрд. евро ( 31.12.00- 1 707 евро) ( ссылки на источники и более подробная информация содержится в Приложении 13)

На долю «голубых фишек» Euronext приходится более 50 % капитализации компаний , входящих в расчет индекса Dow Jones Euro Stoxx 50SM , включающего в себя 50 крупнейших по размеру компаний зоны евро (Приложение 14). Новая биржа также стала лидером по торговле акциями компаний высоких технологий Кроме того, Euronext стала крупнейшим в Европе рынком опционов на акции и фондовые индексы, объем торгов на котором в 1999 г. составил 230 млн. контрактов Однако эти показатели распределяются между тремя учредителями далеко не поровну. (Ежедневный оборот по сделкам в Амстердаме 178 млн. евро, 280,2 млн. евро -в Париже в Брюсселе лишь 65 млн. евро )<sup>34</sup>

#### **2.3.2.2 Механизм торговли, требования листинга, биржевые индексы.**

---

<sup>34</sup> www.euronext.nl

Немаловажной предпосылкой слияния биржевых площадок стало внедрение новой модели организации торговли. В ее основе лежит создание единой электронной книги заявок, функционирование которой обеспечивает участникам прозрачное и справедливое ценообразование, а также применение единого свода биржевых правил для голландских, французских и бельгийских операторов (в литературе в отношении системы торговли Euronext встречается аббревиатура EMM, которая расшифровывается как Euronext Market Model)

Основное количество сделок на Euronext заключается в электронной системе NSC (Nouveau Systeme de Cotation), до 2000 г уже успешно использовавшейся в Париже и Брюсселе (а также на 15 других биржах мира) и считающейся одной из самых совершенных систем в мире. В Амстердаме ее внедрение завершилось во второй половине 2001 г (до этого торги велись через TSA- Trading System Amsterdam , также в зале биржи присутствовал специалист ( «hoekman»- от нидерл . «hoek»- угол) , осуществляющий торговлю за свой счет исключительно с членами биржи, в обязанности которого входило непрерывное поддержание двусторонних котировок по тем бумагам, к которым он «был прикреплен». )

Все котируемые бумаги поделены по степени ликвидности: те из них, по которым за год происходит не менее 2500 сделок, торгуются посредством системы продвижения ордеров , функционирующей непрерывно (continuous trading mechanism) менее ликвидные ценные бумаги продаются и покупаются через механизм онкольного аукциона..

### Аукцион

Время торгов разделено на интервалы, в течение которых происходит накопление заявок, а затем в определенный момент времени ( дважды за день) проводится аукцион. При накоплении заявки ранжируются по уровню цен, временной последовательности и количеству ценных бумаг. В этой очередности они и удовлетворяются. По определенным правилам

устанавливается единый официальный курс, по которому можно удовлетворить наибольшее количество заявок и предложений. После их удовлетворения, оставшиеся позиции формируют список нереализованных заявок и предложений, с которой биржа начинает следующий период накопления заявок и подготовки к аукциону. Данный механизм также используется и для бумаг, торгуемых непрерывно- при открытии и закрытии торговли, т е при установлении цен открытия и закрытия.

Торговля более ликвидными инструментами осуществляется посредством непрерывного двойного аукциона (continuous trading mechanism) . Заявки на покупку и продажу передаются на постоянной основе , рыночные заявки исполняются автоматически , лимитные -при наличии встречных (совпадающих по цене) .В течение дня торговля может прерываться в результате сильных ценовых отклонений (volatility interruption): устанавливаются « статистическая ценовая разница» и «динамическая ценовая разница (static and dynamic price margins) . Для этого определяются а)разница между текущей ценой на актив и статистической контрольной ценой ( последней ценой открытия либо закрытия) , максимально допустимое значение 10 % б) разница между текущей ценой на актив и динамической контрольной(цена исполнения последней транзакции) максимально допустимое значение 2 %

В процессе внедрения новой торговой системы со стороны менеджмента Euronext Amsterdam было выражено недовольство следующего характера: политика биржи во многом ориентирована на средних и мелких эмитентов, и при введении новой системы для многих из них доступ к непрерывной торговле был потерян.

Между тем, новыми правилами торговли предусмотрена должность “liquidity provider” (на французский манер “animateurs”)- профессионального биржевого посредника, в обязанности которого входит поддержание ликвидности определенных активов на бирже посредством

подачи ордеров на покупку и продажу ценных бумаг за свой собственный счет. Никаких привилегий в торговле данные участники рынка не имеют. К услугам “liquidity provider “ можно прибегать для обеспечения большей ликвидности активов, а также в случаях, когда непрерывная торговля ценными бумагами становится невозможной без него в силу незначительного объема операций. Информация о заключенных контрактах с “liquidity provider “ должна раскрываться. Существуют несколько препятствий для работы с данными посредниками в Амстердаме:

Во-первых, в год их услуги стоят от 20 000 до 100 000 \$, что не так уж и мало для компании средней руки, стремящейся увеличить ликвидность своих акций .Во-вторых, во Франции “animateurs”, помимо торговли акциями, занимаются и отчетами компании, то есть получают широкий доступ к инсайдерской информации, а такое совмещение полномочий строго запрещено в Нидерландах.

Помимо “liquidity providers” выделяют три категории участников торгов: дилеры, брокеры и брокеры- дилеры.

Биржа не запрещает осуществлять сделки, минуя единую книгу приказов посредством частных договоренностей между сторонами. Информация о подобных транзакциях должна моментально публиковаться на экранах

Торговля производными финансовыми инструментами (за исключением фьючерсов ) осуществляется посредством комбинации системы открытого выкрика на полу (executing traders and brokers) и использования электронной торговой системы Switch. (в 2002 г планируется полная автоматизация: разрабатывается новая электронная система для торговли деривативами Next Derivative System (NDS), через которую в будущем планируется заключение сделок на рынке производных инструментов во всей Европе)

Основными участниками торговли деривативами являются



Представляющий брокер (Introducing broker)- банк или брокерская фирма. Основная функция- прием заявок от частных и институциональных инвесторов и обеспечение их поступления к исполняющему брокеру ,осуществляют торговлю за счет клиентов, «на полу» не работают.

Исполняющий брокер (executing broker)- работает “на полу”. Основная функция- исполнение заявок “introducing brokers”, действуют как за свой собственный счет, так и за счет клиентов, эти посредники чаще всего работают независимо, но могут быть и штатными сотрудниками тех или иных участников рынка

Специалист (floor broker specialist ,specialist) осуществляет торговлю исключительно за собственный счет, обязан выступать в качестве «маркет мейкера» -котировать цены “bid” и “offer”, также следить за исполнением заявок в электронной книге.

Треjder вне биржевого зала (off-floor trader)- заключает сделки за свой счет через «брокеров на полу»

Клиринговый агент (clearing member)-в его обязанности входит урегулирование расчетов по проведенным транзакциям.

Торговля финансовыми фьючерсами полностью автоматизирована и осуществляется через систему Switch.

Торговля фьючерсами на товары производится через систему открытого выкрика, (используется отдельная площадка, располагающаяся в здании Euronext Amsterdam).Участники торгов финансовыми фьючерсами и товарными производными примерно те же.

На бирже действует единая система листинга Euronext list, доступ к которой может быть получен в Париже, Амстердаме и Брюсселе – по желанию участника. В феврале 2001 г было подписано соглашение об унификации требований листинга в будущем, в основу которых должны быть положены международные стандарты отчетности, требования к ликвидности, раскрытию информации и т.п.

Включение в список листинговых компаний для голландского предприятия означает неминуемые последствия : меняется политика в области раскрытия информации, биржа становится основным надзорным органом. Для получения листинга компания должна иметь статус публичной корпорации .

#### Процедура получения листинга

1. Каждая компания, желающая получить листинг на Euronext Amsterdam должна заключить соглашение с агентом по листингу (listing agent), , в большинстве случаев это расчетный банк компании, являющийся действующим членом биржи. В его функции входит оказание поддержки при составлении проспекта , контроль за процедурой соискания листинга , расчет первичной цены размещения , содействие в размещении.

#### 2. Критерии официального листинга

- предоставление обзора о финансовой деятельности компании за последние 3 года (исключение сделано для предприятий коллективных инвестиций, обладающих лицензией Банка Нидерландов)

- минимально допустимый размер акционерного капитала- 5 млн евро

- как минимум 10 % капитала должно быть размещено среди публики.

- из последних 5 лет деятельности компаний как минимум 3 должны быть закончены с чистой прибылью ( для этого требования предусмотрены исключения , в том случае, если акционерный капитал превышает 15 млн евро, тогда предусмотрен срок запрета торговли «lock up period» в течение 180 дней для учредителей компании, членов Наблюдательного Совета и Правления)

- размещение ценных бумаг на бирже также должно сопровождаться публикацией проспекта, содержащего следующую информацию : личную информацию каждого из членов Наблюдательного

Совета и Правления, существенные сделки с инсайдерами, о наличии опционов на акции, принадлежащих директорам компании, сведения о системе корпоративного управления и внутреннего контроля, факторы риска. (информация может предоставляться на нидерландском, английском, французском и немецком языках)

### Листинг Euro NM

Требования такие же, но планка минимального акционерного капитала понижена до 1.5 млн евро.

Среди листинговых компаний Euronext также отдельно выделены два сегмента ( со второй половины 2001 г) : Next Economy – к нему относятся лидирующие компании новых технологий и Next Prime – крупнейшие компании ,специализирующиеся на традиционных видах бизнеса . Относящиеся к ним фирмы кроме всего прочего должны публиковать квартальные отчеты о своей деятельности, их отчетность должна быть составлена в соответствии с международными стандартами и опубликована на английском языке, все публикации и заявления должны анонсироваться, информация о них размещена на веб-сайтах.. По этим сегментам рассчитываются специальные индексы, биржа уделяет огромное внимание их финансовой прозрачности и раскрытию информации

### Индексы.

Существует публичная компания (Euronext Indices BV), полностью принадлежащая Euronext NV, осуществляет все расчеты , касающиеся межнациональных индексов. Среди основных индексов первой панъевропейской биржи выделим следующие:

Euronext 100 –взвешенная по рыночной капитализации величина . В расчет включаются котировки 100 «голубых фишек»- акций крупнейших по капитализации и лучших по ликвидности компаний, включенных в листинг Euronext. ( по состоянию на 31.12.01 индекс представляли 63 французские,

28 голландских и 9 бельгийских компании)<sup>35</sup>. На долю компаний, входящих в индекс, приходится более 80 % капитализации биржи. Точка отсчета для индекса – 1000 пунктов ( по состоянию на 31.12.99) Компании, входящие в индекс, пересматриваются каждые 3 месяца. Кроме того, они должны пройти так называемый «тест на ликвидность»

- в течение трехмесячного периода торги на ценные бумаги не могут быть прерваны более чем на 10 дней

- в течение года оборот по торговле не должен быть меньше 20 % всех выпущенных бумаг

Значение индекса во время торгов пересчитывается каждые 15 секунд.

Next 150 – «следующие» 150 компаний

Индекс Next Economy (117 компаний)

Индекс Next Prime (213 компаний)

Также продолжают рассчитываться и национальные индексы, призванные отражать состояние дел национальных экономик . В Голландии это индекс AEX, ( включает в себя 25 крупнейших по объему оборотов акций на Euronext Amsterdam голландских компаний (при условии, что годовой оборот составляет не менее 20% выпущенных акций) Рассчитывается следующим образом :

умножается последняя из доступных цен на акции на рыночную капитализацию (предварительно взвешенную по доле активов, находящихся в свободном обращении (Free float))

полученные показатели суммируются и делятся на 100 (Приложение ). Показатель корреляции AEX и Euronext 100 около 0,8.

Также рассчитывается AMX-Amsterdam Midkap index- индекс средних компаний- вычисляется аналогично, единственное дополнительное ограничение заключается в том, что в свободном обращении у каждой из компаний должно находиться не менее 25% всех выпущенных бумаг.

---

<sup>35</sup> :www.euronext.nl

С января 2001 г на Euronext появился новый продукт - NextTrack (exchange traded funds –ETF)-который по сути представляет собой «покупку» того или иного фондового индекса, обеспечивая при этом, прежде всего, адекватное распределение риска простым, прозрачным и эффективным с точки зрения затрат способом .

### **2.3.2.3 Депозитарно-клиринговая система**

Объединение биржевых площадок трех крупных финансовых центров Европы, естественно, повлекло изменения и объединение их инфраструктур, создание и отладку единой системы клирингового и депозитарного обслуживания торгов.

Концепция биржи в области расчетов - использование системы Clearnet в качестве единого контрагента по сделкам с ценными бумагами . В феврале 2001г произошло слияние национальных клиринговых организаций в единую структуру Clearnet SA ( кредитное учреждение, регулируемое Центральным Банком Франции, 100 % капитала которого находится в собственности Euronext, имеющее филиалы в Амстердаме и Брюсселе ). Программным обеспечением служит пакет Clearing 21 (который был ранее приобретен у Chicago Mercantile Exchange (CME) и признанный специалистами самой передовой из имеющихся на данный момент разработок такого рода), уже работающий в Париже .По плану запуск в Амстердаме намечен на 25 октября 2002 года.

Наличие единого агента в области урегулирования расчетов должно стать еще одним шагом на пути создания Euronext market .Clearnet SA должна стать первой в мире системой, обслуживающей межнациональные ( как наличные, так и на производные финансовые инструменты) сделки в режиме реального времени, планируется расширение филиальной сети по всей Европе.

---

Каждый участник торгов должен заключить контракт с агентом по клирингу (Clearing Member), стандарт расчетов T+3.

Депозитарное обслуживание клиентов Euronext Amsterdam осуществляется голландской компанией Ncsigef ( частная акционерная компания, созданная в 1977 г и на сегодняшний день на 100 % находящейся в собственности биржи ) , которая представляет собой Центральный депозитарный центр страны ,движение по счетам депо в котором осуществляется по принципу «поставка против платежа», до 99 % ценных бумаг обращается в безналичной форме .Членами депозитария в основном являются кредитные учреждения.

В перспективе депозитарное и расчетное обслуживание биржи планируется проводить через систему Euroclear – ведущую депозитарно-клиринговую организацию на международном финансовом рынке , которой было объявлено о планах создания общеевропейской системы.

В отношении Euronext предусмотрено , что Euroclear будет выступать в роли центральной организации для национальных депозитариев Франции, Нидерландов и Бельгии ( уже произошло слияние Sicovam SA – Центрального Депозитария Франции с Euroclear ,планируется также присоединение и Ncsigef. и СИК (Центрального депозитария Бельгии) )с целью консолидации и унификации деятельности по урегулированию расчетов по сделкам, заключенных на бирже.

Процесс слияния должен проводиться в два шага

1. Будут установлены связи в части расчетов «поставка против платежа».
2. Все остальные виды расчетов.

Не вызывает никакого сомнения тот факт, что успешное создание унифицированной системы урегулирования расчетов, а также депозитарного обслуживания участников торгов на Euronext обозначит

существенные конкурентные преимущества нового рынка, увеличив его прозрачность, ликвидность и эффективность.

#### **2.4 Альтернативная торговая система MTS Amsterdam.**

Альтернативная торговая система MTS является единой панъевропейской торговой площадкой, на которой обращаются облигации первоклассных заемщиков (в большинстве случаев ими являются правительства европейских государств). Свое функционирование система начала 9 апреля 1999 г. Целью создания подобной АТС стало стремление повысить ликвидность, прозрачность и эффективность формирующегося единого европейского фондового рынка.

На сегодняшний день количество основных эмитентов облигаций, обращающихся на MTS, равно 13, среди них 10 правительственных учреждений (Австрии, Бельгии, Финляндии, Франции, Германии, Греции, Италии, Нидерландов, Португалии и Испании), а также Европейский инвестиционный банк, агентств Freddie Mac, банк Kreditanstalt.

Находится система в собственности частной компании EuroMTS Limited, центральный офис которой расположен в Лондоне. По сути дела MTS является полноценной специализированной биржей, число членов которой на сегодняшний день превышает 400, которая, однако, подчиняется требованиям законодательства для брокеров-дилеров.

В течение недолгого времени своего существования в Нидерландах (с сентября 1999 г) система MTS Amsterdam превратилась в крупнейшую площадку для торговли государственными долговыми обязательствами. ( в 2001 г среднемесячные обороты увеличились на 15 % по сравнению с 2000 г Ежедневный оборот на MTS Amsterdam превышает 0.5 млрд евро.<sup>36</sup> )

---

<sup>36</sup> [www.dutchstate.nl](http://www.dutchstate.nl)

В системе MTS Amsterdam основными инструментами торговли являются облигации правительства с фиксированным купонным доходом (DSL , Dutch State Loans), выпускаемые в основном со сроком погашения 3 или 10 лет, купон по которым выплачивается ежегодно, а также облигации правительства с нулевым купоном (Dutch Treasury Certificates, DTC) со сроком погашения 3,6, 12 месяцев.

Минимальная сумма покупки установлена на уровне 10 млн евро, величина стандартного лота составляет 10 млн евро для DTC и 2,5 млн евро для DTS .

Участниками торгов являются уполномоченные банки (13 первичных дилеров (primary dealers) ,размер их чистых активов которых не может быть ниже 250 млн евро, и 7 учреждений, имеющих статус специалистов первичного рынка (single market specialist), минимальный размер чистых активов - 100 млн евро), состав которых определяется на конкурсной основе, с каждым из них подписывается контракт сроком 1 год, который подлежит либо не подлежит продлению в зависимости от финансового состояния банка (Приложение 7)

Все поступившие в систему аккумулируются в книге заявок , также производится их разделение по цене и размеру, проводится мэтчинг. Поданная заявка не может быть аннулирована, участник может лишь изменить ее параметры.

Архитектура центральной торговой системы, которая расположена в Милане , состоит из следующих блоков

- непосредственно торговый блок
- спутниковая система передачи информации
- система защиты, предназначенная для кодировки информации (DES Data Encryption Standard)



- система подготовки к урегулированию расчетов (IBM)
- сервер управления системами и сетями , осуществляющий управление периферийными системами , автоматический поиск ошибок, мониторинг торговой активности.

Периферийные системы включают в себя компоненты с серверными функциями (пункт доступа к сети , обслуживает обмен информацией с центральной системой) и также клиентскими функциями .

### Страницы интерфейса

- Страница котировок -позволяет вводить и изменять приказы.
- Страницы «рыночной глубины» : по каждому продукту выводятся 5 лучших заявок на покупку и продажу.
- Страницы «бэст» – на них по каждому продукту выводится лучшая цена покупки и продажи
- Страница входящих ордеров – обеспечивает ручной доступ или отказ от ордеров с добавочными лотами.
- Страницы торговых отчетов – представляют информацию относительно ежедневной статистики рыночных операций как пользователя, так и системы в целом и т.п.

### Урегулирование расчетов.

Расчеты производится по **форме** «поставка против платежа» через Cleastream Banking и Euroclear. Платежные инструкции по каждой сделке передаются MTS в Cleastream Banking или Euroclear, контрагенты получают от них подтверждения . Стандарт расчетов t+3 для DSL и t+2 для DTC.

### 3. Регулирование рынка ценных бумаг

#### *3.1 Нормативно-правовая база регулирования фондового рынка Нидерландов.*

Первичными источниками законодательства в части регулирования фондового рынка в Королевстве Нидерландов являются следующие:

1. Конституция страны.
2. Королевские указы.
3. Нормативные акты правительства, министерств, Банка Нидерландов, Комиссии по фондовому рынку.

Система права Нидерландов принадлежит к континентальной модели: нормы прецедентной системы, распространенной в англо-саксонских странах, не получили здесь широкого распространения, разъяснение законодательства в основном носит сугубо индивидуальный характер.

В Нидерландах не существует обособленных нормативно-правовых документов в части регулирования компаний (акционерных обществ): основополагающие моменты, определяющие порядок их деятельности, изложены в Гражданском Кодексе страны. Кроме того, для компаний, чьи ценные бумаги котируются на бирже, крайне важно соблюдать правила, установленные организатором торгов.

Основными специализированными нормативно-правовыми актами в области фондового рынка в Нидерландах являются следующие:

- Закон о надзоре за операциями с ценными бумагами 1995 г (Securities transactions supervision act). Нормы, установленные в данном документе, являющегося по сути законодательным каркасом осуществления деятельности на фондовом рынке Нидерландов, разрабатывались совместно Министерством Финансов и Комиссией по фондовому рынку. Вступление в силу этого акта прекратило действие его предшественника- документа с аналогичным названием 1991 г, который, в свою очередь, заменил

действовавшие на тот момент Закон 1985 г «О торговле ценными бумагами» (Securities trading act) и закон о биржах “Exchange Act” 1914.

Закон содержит определение понятия «ценные бумаги» (securities) как различных видов акций и долговых обязательств, производных финансовых инструментов (но при этом, в отличие от данного Директивой об инвестиционных услугах ЕС определения, не относит к ценным бумагам свопы на различные активы).

Основными направлениями регулирования закона является первичное размещение ценных бумаг «в или из Нидерландов»<sup>37</sup>, надзор за профессиональными участниками фондового рынка и организаторами торгов, инсайдерская торговля.

Законом устанавливается порядок подготовки и публикации проспекта эмиссии (в основном это относится к компаниям, чьи бумаги обращаются на внебиржевом рынке, так как для тех организаций, чьи бумаги имеют листинг на Euronext Amsterdam, основополагающими правилами в процессе подготовки проспекта эмиссии являются биржевые правила). Также в законодательном порядке закрепляется положение о том, что проспект эмиссии, зарегистрированный в какой-либо другой стране-участнице ЕС имеет в Нидерландах такую же силу, как если бы он был составлен и одобрен резидентами.

Согласно закону, некоторые ценные бумаги не требуют регистрации (exempted securities). К ним относятся:

- Паи и акции институтов коллективного инвестирования ( их деятельность попадает под действие отдельных нормативных документов)
- Ценные бумаги, подлежащие распределению исключительно среди профессиональных участников фондового рынка .
- Евробумаги

---

<sup>37</sup> Иными словами, относится к выпуску ценных бумаг не только национальными эмитентами на внутреннем рынке, но и к эмиссиям голландских участников на зарубежных рынках, и размещению бумаг иностранцами внутри страны

- Долговые инструменты кредитных учреждений со сроком погашения менее года.

- Ценные бумаги, эмитируемые государственными учреждениями Нидерландов, других стран-участниц ЕС, а также международных организаций, членами которых является одна или несколько стран ЕС.

- В том случае, если ценные бумаги распространяются исключительно среди лиц- нерезидентов Голландии ( в этом случае в Комиссию должны быть представлены соответствующие документы, а также аналогичная информация должна содержаться во всех объявлениях эмиссии и т.п.)

Также закон содержит требования по раскрытию информации ( равно как и в отношении эмиссий они относятся прежде всего ко внебиржевому обороту, предусмотрен ряд исключений, которое также может быть получено той или иной компанией в индивидуальном порядке)

Важным шагом , осуществленном при принятии данного закона, стало утверждение им делегирования полномочий по надзору и регулированию фондового рынка Министерством Финансов Комиссии по фондовому рынку.

- Закон о надзоре за кредитными учреждениями “Credit supervision act” , принят парламентом в 1992 г, вступил в силу 1 января 1993. Разработка и внедрение этого документа было связано с намерением законодательного внедрения в деловую практику положений Второй банковской директивы ЕС.

Акт содержит запрет на аккумуляцию денег у публики без наличия на то банковской лицензии ( это касается не только приема депозитов, но и размещения долговых обязательств по открытой подписке. При этом для фирм, зарегистрированных в в Комиссии по фондовому рынку, необходимости повторного получения лицензии , уже на осуществление деятельности в качестве кредитного учреждения , нет)

Кроме того, Законом о надзоре за кредитными учреждениями устанавливается введение особого режима функционирования финансовых компаний на фондовом рынке “Finance Companies Regulations”<sup>38</sup>, для них существуют определенные ограничения в отношении круга лиц, среди которых их долговые обязательства могут быть распределены. Например, в ряде случаев для финансовых компаний возможно лишь размещение своих облигаций лишь среди профессиональных участников финансового рынка. Также при выпуске облигаций в ряде случаев такими компаниями необходимо заключение «keep well agreement» с родительской компанией.

- Закон о надзоре за деятельностью предприятий коллективных инвестиций 1991 (Investment undertakings supervision act)<sup>39</sup> обязывает такие организации (т.е. инвестиционные корпорации и фонды различных типов) получить лицензию у банка Нидерландов, который также уполномочен осуществлять контроль за ними. Таким образом, голландские институты коллективного инвестирования не попадают в сферу регулирования Закона о надзоре за операциями с ценными бумагами (в нем содержатся лишь нормы, касающиеся деятельности индивидуальных управляющих).

Согласно Закону о предприятиях коллективных инвестиций, они делятся на две (надо отметить неравноценные) группы: те, которые соответствуют требованиям Директивы об инвестиционных услугах (см. следующий параграф) – их подавляющее большинство, и те, которые нет. Некоторые частные компании, в уставе которых прописано совершение сделок лишь среди ограниченного круга лиц, который можно обозначать как «сообщество профессиональных участников РЦБ», от обязанности получить лицензию на свою деятельность освобождены.

---

<sup>38</sup> В этом случае под финансовой компанией в основном подразумеваются различные дочерние структуры промышленных предприятий

<sup>39</sup> Законопроект о создании особого режима в части надзора за предприятиями коллективных инвестиций в Нидерландах был впервые рассмотрен парламентом страны еще в 1977 г, но разработка аналогичной директивы ЕС замедлила процесс принятия закона: это произошло лишь в 1991 г, шесть лет спустя после принятия Директивы.

- Закон о раскрытии информации держателями крупных пакетов акций, 1996. (Major holdings disclosure act) – согласно этому документу, все держатели пакетов акций публичных корпораций в размере свыше 5 % обязаны раскрывать соответствующую информацию. Кроме того, до сведения инвесторов должна доводиться информация о сделках, в результате которых размер участия какого-либо лица в акционерном капитале компании ( а также в совокупном количестве голосов) преодолел значения 5,10,25, 50,66 2/3 %. (для компаний с меняющимся размером капитала планки установлены на уровне 25, 50, и 66 2/3 %).

Кодекс о слияниях (Merger Code) - полу правовой документ Социально-экономического Совета , нацеленный на защиту акционеров и работников предприятий. Кодекс о слияниях гарантирует, что акционеры и сотрудники приобретаемой компании, а также профсоюзы, своевременно получают адекватную информацию. Правление приобретающей компании должно обеспечить правление приобретаемой компании необходимой информацией, составленной в письменной форме, относительно цен или соотношения обмениваемых акций, а также в течение 15 дней после объявления о своих намерениях поглотить компанию направить ее менеджменту приглашение обсудить детали.

Кодекс не имеет силы закона. В том случае, если его положения были нарушены , Комиссия по фондовому рынку (ранее это полномочие находилось у Социально-экономического совета) может сделать замечания, наиболее распространенной формой которой является заявление в СМИ , которое неблагоприятно скажется на имидже компании.

Все финансовые институты Нидерландов попадают под требования закона «О легализации доходов, полученных незаконным путем», согласно которому все сделки, носящие не обычный для деятельности той или иной компании характер, расчеты по которым проводятся наличными и сумма превышает 25 000 гульденов, должны быть отслежены.

### Санкции.

Для нарушителей законодательства предусмотрены меры наказания согласно Акта об экономических правонарушениях. Основные меры наказания- это лишение свободы на срок до двух лет, а также штраф в размере 25 000 гульденов ( около 10 000 евро) для физических и 100 000 гульденов для юридических лиц. (также за Комиссией остается право взимать пени и неустойки) В некоторых случаях размеры санкций могут быть увеличены.

В деловой практике Голландии существует понятие так называемого «замкнутого круга» (closed circle, restricted circle) , которое не определяется ни одним из действующих нормативных документов, но традиционно широко используется . Лица, составляющие этот круг, считаются способными самостоятельно адекватно оценивать риски при совершении сделок на фондовом рынке, поэтому зачастую некоторые положения законодательства не являются для них обязательными для исполнения. К данной категории участников рынка относятся, во-первых, лица, имеющие определенные взаимоотношения ( иные, чем вытекающие из сделки) с профессиональным участником фондового рынка, выступающего в качестве контрагента . Во-вторых, это профессиональные игроки на фондовом рынке, к которым, по определению Банка Нидерландов, относятся :

-банки, страховые компании, пенсионные фонды, компании по ценным бумагам, институты коллективного инвестирования.

- правительства и различные международные организации
- компании, валюта консолидированного баланса которых превышает 1 млрд гульденов , чьи акции обращаются на официальных торговых площадках стран ЕС, большой семерки и/или зарегистрированы SEC США

- прочие компании, регулярно осуществляющие свою деятельность на фондовом рынке на профессиональной основе.

### ***3.2 Гармонизация европейского законодательства о ценных бумагах.***

Значительное влияние, безусловно, на действующую на национальном уровне систему регулирования операций на рынке ценных бумаг оказало принятие и внедрение Директив ЕС. Целью нововведений стало стремление либерализировать движение капитала внутри Европейского сообщества, направить в одно русло развитие национальных систем регулирования финансового рынка, и тем самым ускорить интеграционные процессы в ЕС. Принятие директив в 1980-х годах, внедрение их положений в национальной экономике, привело ко внесению многочисленных поправок к голландским законам о финансовом рынке вообще, и о деятельности на рынке ценных бумаг в частности.

Причиной принятия Директив стало стремление к интеграции финансовых рынков на европейском континенте, их конкурентное противостояние США и Японии. По сравнению с американским или японским, фондовый рынок Европы традиционно был раздробленным (фрагментированным) вследствие отсутствия единой валюты, бухгалтерского учета (наряду с различиями в правовом обеспечении, разными языками и т.п.). Системы регулирования заметно отличались друг от друга и заметно уступали системе регулирования США в том, что касалось защиты интересов инвесторов и соблюдения честных правил на рынке. Все эти факторы препятствовали развитию единого фондового пространства в ЕС. Изменения в национальном законодательстве, осуществленные в каждой из стран ЕС в 80-е и 90-е годы, осуществленные в результате принятия



Единого европейского акта<sup>40</sup>, заметно сблизили многие положения, подогнав их в какой-то мере под уровень США.

В отношении финансового рынка основная проблема состояла в том, создавать ли центральный орган регулирования или оставить регулирование в руках национальных структур стран-участниц. После долгих дебатов Европейская комиссия в итоге приняла решение о введении так называемой единой европейской лицензии для финансовых учреждений, контроле со стороны национальных органов, открытии границ и минимально необходимом уровне гармонизации законодательства. Маастрихтский договор 1991 г., предусматривавший создание единого центрального банка и единой валюты, также исходит из принципа децентрализации регулирования и контроля, и, тем не менее, единой лицензии. Можно сказать, что за основу процесса гармонизации законодательства, имевшего целью сделать финансовый рынок Европы более целостным, был взят следующий принцип: пусть остается национальное законодательство, но при этом иностранные субъекты должны иметь на национальном рынке такие же права, как и местные.

Впервые этот принцип был использован во Второй банковской директиве (Second Banking Coordination Directive), принятой в ноябре 1989 г. и введенной в действие 1 января 1993 г.

Итак, принципы банковского регулирования в ЕС могут быть изложены следующим образом: единая банковская лицензия (европейский паспорт) и контроль со стороны органов страны происхождения банка. Все кредитные учреждения, получившие лицензию в одной из стран ЕС, могут открывать банковские отделения и предоставлять услуги во всех остальных

---

<sup>40</sup> Опубликованный в 1985 г. Комиссией ЕС специальный доклад (Completing the Internal Market) предусматривал примерно 300 различных законодательных изменений, которые должны были упразднить препятствия для создания единого рынка. Доклад лег в основу Единого европейского акта, принятого в 1986 г. и явившегося поправкой к Римскому договору 1957 г. (был ратифицирован парламентом Нидерландов в 1987 г.)

странах ЕС без специального разрешения. В ЕС принята модель универсального банка . Согласно Второй банковской директиве ,к банковским услугам отнесены следующие виды деятельности на финансовом рынке : прием депозитов, предоставление кредитов, финансовый лизинг, перевод денег, выпуск платежных инструментов, предоставление банковских гарантий и поручительств, торговля за собственный счет или за счет клиентов на денежном рынке (чеки, тратты, депозитные и сертификаты и т.п.), валютном рынке, рынке финансовых фьючерсов и опционов, внебиржевом рынке валютных и процентных деривативов, рынке акций и облигаций; участие в эмиссии ценных бумаг и предоставление услуг , связанных с эмиссией; консультирование по вопросам слияний и поглощений, предоставление брокерских услуг на денежном рынке; услуги по управлению портфелем ценных бумаг, консультирование, депозитарные услуги.

Модель современного европейского универсального банка оставляет за национальными регулирующими органами вопросы контроля за финансовыми конгломератами, структурой собственности банков и их взаимоотношений с промышленными компаниями.

Минимальный уровень гармонизации заключается в установлении минимального размера уставного капитала, равного 5 млн евро, соблюдении унифицированных требований к структуре капитала. При этом соотношение между собственным капиталом и активами (взвешенными с учетом степени риска) не может быть ниже 8 %. Участие банков в капитале небанковских учреждений не должно превышать 60 % собственного капитала банка (причем в одно предприятие не может быть вложено более 15 % собственного капитала банка) .

Директива об инвестиционных услугах (Investment Services Directive) . Ее суть та же, что и у Второй банковской директивы, но только применительно к компаниям по ценным бумагам (Investment firms): введение

«единого паспорта», то есть компания по ценным бумагам, зарегистрированная в любой из стран ЕС, имеет доступ на рынок всех остальных стран Союза. В отношении отделений и дочерних компаний используется различный подход. Если к первым применяется правило страны происхождения (home country), то ко вторым - нормы принимающей страны (host country). Кроме того, положения директивы устанавливают определенные требования к профессиональным характеристикам менеджмента компаний.

В 1993 году была принята еще одна директива, касающаяся профессиональных участников фондового рынка - Директива о достаточности капитала компаний по ценным бумагам и кредитных учреждений (Council Directive on the capital adequacy of investment firms and credit institutions). Согласно этому документу, минимальный размер собственного капитала компании по ценным бумагам должен составлять не менее 50 тыс экю (евро) при совершении операций только за собственный счет, 125 тыс экю (евро) при выполнении комиссионных операций для клиентов и управлении портфелем ценных бумаг и 730 тыс экю (евро) при одновременном выполнении всех вышеперечисленных операций.

Прочие директивы. Директивы о фондовых биржах 1979, 1980 и 1982 гг. хотя и были приняты в разные годы, все были реализованы в 1983 г.

Директива 1979 г. - о координации условий допуска ценных бумаг к котировке на бирже. Директива предусматривает публикацию эмитентами любой информации, которая может оказать влияние на цены их акций.

Директива 1980 г. - содержит унифицированные требования к информации, которую должен предоставлять эмитент при получении листинга.

Директива 1982 г. - требует от компаний публикации полугодовых отчетов по обороту и величине прибыли.

В 1985 г была принята Директива по институтам коллективных инвестиций- Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) По сути дела, она предвосхитила последующие директивы о взаимном признании финансовых институтов и касалась признания инвестиционных фондов.

В 1987 г появилась директива о взаимном признании листинга . Согласно этому документу тем не менее предполагается, что для получения листинга на другой бирже эмитент обязан предоставить свои документы в соответствующий надзорный орган . Автоматического признания листинга , полученного в какой-либо стране ЕС, на других биржах не происходит.

В 1989 г принята директива о проспекте эмиссии при публичном выпуске ценных бумаг. Она предусматривает взаимное признание проспектов эмиссии. Особая оговорка сделана для ценных бумаг , размещаемых на международных рынках. Там проспект эмиссии появляется только после размещения (распределения )ценных бумаг. Этот особый режим был отражен в директиве.

В 1990 г появилась новая директива, внесшая поправку в директиву 1980 об информации, предоставляемой эмитентом при получении листинга. Суть ее состоит во взаимном признании проспектов эмиссии, используемых для листинга ценных бумаг. Проспект эмиссии, предлагаемый при публичной подписке , и проспект эмиссии, требуемый при листинге , - это разные документы. Признание их универсальности- это шаг вперед в интеграции рынков. То есть и для проведения публичной подписки, и для получения листинга требуется один документ во всех странах ЕС.

1988 г- (disclosure of major holdings directive) директива , требующая раскрывать информацию о приобретении крупных пакетов акций . Первое пороговое значение –10% ( в Нидерландах было снижено до уровня 5 %)

13 ноября 1989 г Совет Европейского Союза принял директиву об инсайдерской торговле (Insider Trading Directive) . В настоящее время все

страны ЕС привели свое законодательство в соответствие с данной директивой и, таким образом, она лежит в основе инсайдерского законодательства всех стран ЕС. Согласно этой директиве под инсайдерской информацией понимается не обнародованная информация, относящаяся к свободно обращающимся ценным бумагам (transferable securities), которая, будучи опубликована, могла бы оказать значительное влияние на цену указанных бумаг. Под свободно обращающимися ценными бумагами понимаются:

- акции и облигации а также эквивалентные им ценные бумаги.
- контракты, дающие право подписки, покупки или продажи ценных бумаг, упомянутых выше
- фьючерсные и опционные контракты на эти бумаги.
- контракты на их индексы по ценным бумагам, названным выше.

При этом данные бумаги допущены к торговле на рынке, который регулируется и контролируется признанными государственными органами, работает на постоянной основе и доступен напрямую или косвенным образом для общественности.

Директива определяет круг лиц, относящихся к инсайдерам. Это -лица, которые обладают служебной информацией и могут использовать ее при совершении операций с ценными бумагами в свою пользу или в пользу третьих лиц. К ним относятся лица, имеющие доступ к служебной информации в силу своего положения в органах управления самого эмитента, в силу участия в капитале эмитента или имеющие доступ к информации в силу своей профессиональной деятельности.

Директива гласит, что сделки инсайдеров в странах ЕС должны находиться под запретом. Данный запрет не распространяется на операции, проводимые центральным банком или уполномоченной им организацией в ходе реализации денежно-кредитной или валютной политики, или политики управления государственным долгом. Директива также говорит о том, что

инсайдеры не вправе передавать информацию третьим лицам или рекомендовать им совершение сделки с теми или иными ценными бумагами. Директива налагает запрет на операции «вторичных инсайдеров», т.е. лиц, получивших информацию от «первичных инсайдеров». Запрет налагается на все ценные бумаги, свободно обращавшиеся на рынках стран ЕС. Директива не предусматривает конкретных санкций за нарушение инсайдерского законодательства, оставляя это на рассмотрение стран-участниц. Конкретные виды бумаг, на которые распространяется действие инсайдерского законодательства, лица, относящиеся к инсайдерам и т.п. также могут быть различными в разных странах. (см. п. 3.4)

В конце 90-х во всех странах ЕС были приняты законы о корпоративном управлении. В 1999 г OECD подготовила документ под названием « Принципы корпоративного управления» (OECD Principles of Corporate Governance), который , по сути, является модельным законом о компании, положения которого постепенно в той или иной форме принимаются в большинстве стран.

В конце 1997 г для выработки общих подходов к регулированию было создано неформальное объединение- Форум европейских комиссий по ценным бумагам – Forum of European Securities Commissions (FESCO)

### **3.3 Инсайдерская торговля и ценовое манипулирование.**

Различают несколько видов правил , регулирующих деятельность инсайдеров, на фондовом рынке : одни из них затрагивают всех без исключения, в то время как другие- лишь отдельные категории лиц. Общая часть инсайдерского законодательства содержится в статье 46 Закона о надзоре за операциями с ценными бумагами. До принятия данного законодательного акта в редакции 1991 г соответствующие нормы содержались в Уголовном Кодексе Нидерландов( при разработке закона

учитывались нормы, зафиксированные Директивой об инсайдерской торговле ЕС, но вместе тем законодательство Нидерландов можно оценить как более строгое, чем положения Директивы). Принятие закона существенно расширило круг потенциальных нарушений и нарушителей. К примеру, новшеством явилось то, что человек, обвиняемый в нарушении инсайдерского законодательства не обязательно должен получить выгоду от совершения противозаконной сделки для того, чтобы иск относительно такой операции был подан в прокуратуру. Кроме того, не имеет значения, упала ли или возросла цена после заключения сделок. Также стали относиться не только компаниям, чьи ценные бумаги допущены к биржевой торговле, но и к тем, чьи бумаги только должны получить листинг на бирже в ближайшем будущем «as, if and when issued». Отдельные статьи закона посвящены передаче инсайдерской информации третьим лицам (tipping), а также раскрытию информации о сделках инсайдеров с ценными бумагами компании.

Согласно закону, к категории инсайдеров относятся: лица, имеющие непосредственный доступ к существенной информации относительно деятельности компании, то есть члены правления и совета директоров; кроме того, к «прочим» инсайдерам относятся лица, напрямую или опосредованно владеющие более 25 % акций компании, члены правления и совета директоров компаний, входящих в один финансовый или промышленный конгломерат, прямые родственники и люди, проживающие вместе со всеми вышеупомянутыми лицами.

Инсайдеры должны раскрывать информацию о совершаемых ими операциях «своей» компании. На сайте Комиссии по фондовому рынку публикуется информация о всех сделках, совершенных инсайдерами как на биржевом, так и на внебиржевом рынке (включая информацию о цене и объемах), а также ежедневно обновляется информация об основных собственниках акций компаний. С точки зрения специалистов по

техническому анализу, данного рода информация является важным индикатором, за которым целесообразно вести постоянное наблюдение.

Каждая компания, относящаяся к сфере действия инсайдерского законодательства, должна разработать и отослать в Комиссию копию внутренних документов, регламентирующих порядок осуществления инсайдерами сделок с ценными бумагами компаний. Согласно требованиям Комиссии по фондовому рынку, с 1987 г инсайдеры не имеют право участвовать в сделках в течение двух месяцев, предшествующих объявлению годовых финансовых результатов компании. Компания должна иметь службу или должность, в обязанности которой входило бы объявление начала такого периода.<sup>41</sup>

Санкции, применяемые при нарушении инсайдерского законодательства такие же, как и для всех остальных правонарушений, но в случае превышения размера прибыли частного лица, полученной вследствие совершения противозаконных операций суммы 6 250 гульденов (то есть 25 % от максимального штрафа) , размер взыскания увеличивается до 100 000, для юридических лиц верхняя планка штрафов в таких случаях установлена на уровне 1 000 000 гульденов.

Ценовые манипуляции.

Единственным нормативным документом, в котором говорится о противозаконном характере подобных операций является Уголовный Кодекс страны, который гласит, что нельзя осуществлять сделки, ведущие к обогащению контрагентов по ней, либо третьих лиц с использованием недостоверной информации. Нормы являются достаточно общими, например, «фиктивные» продажи никак не могут быть расценены как преступления в таком случае. Биржа устанавливает правила о ценовом манипулировании и стабилизации. В частности, установлено, что манипулирование ценами с

---

<sup>41</sup> По мнению специалистов, данное ограничение наложило определенный отпечаток на биржевую торговлю: рынок немного утратил ликвидность, а период, в течение которого цена акции «реагировала» на появляющуюся информацию о компании, увеличился.



целью стабилизации курса акций разрешается лишь при первичном размещении ценных бумаг членам эмиссионного синдиката после объявления условий выпуска в течение последующих 30 дней .

### **3.2 Регулятивные органы на рынке ценных бумаг, их надзорные функции**

Комиссия по фондовому рынку (Stichting Toezicht effectenverkeer) ( с 2001 г носит название Совета по финансовым рынкам Нидерландов ( The Netherlands Authority For the Financial Markets )

Данный регулятивный орган, значение которого в экономике Нидерландов с каждым годом все возрастает, является довольно молодым образованием на голландском фондовом рынке, который насчитывает уже несколько веков существования. Комиссия была образована в 1988 г, реальное же ее функционирование началось в 1989 г, в то время в ней работало 3 человека , на сегодняшний день штат Комиссии насчитывает свыше 200 человек. Формально она подчиняется Министерству Финансов(члены правления и наблюдательного совета назначаются министерством финансов, которое также уполномочено вносить поправки в Устав Комиссии, утверждать годовой бюджет и т.п. ), но степень ее самостоятельности с каждым годом возрастает, уже сейчас Комиссия является органом , обладающим исключительными полномочиями по регулированию фондового рынка.

Основными направлениями деятельности Комиссии, помимо лицензирования деятельности профессиональных участников фондового рынка, является мониторинг их деятельности, контроль за соответствующим уровнем рекламной продукции, защитой прав инвесторов и акционеров , проведение мер по усилению прозрачности фондового рынка, , контроль за

раскрытием информации , проведение расследований в случаях нарушения законодательства и т.п.

Кроме того, 1 мая 2000 г в сферу деятельности Комиссии был передан контроль над Центральным депозитарием ( ранее его осуществляло Министерство Финансов) По инициативе Комиссии был создан альянс между регулятивными органами Франции, Бельгии и Нидерландов для осуществления соответствующего мониторинга и контроля за деятельностью панъевропейской биржевой площадки Euronext. Важным шагом на пути этого процесса стало подписание в январе 2001 г «Меморандума о взаимопонимании». Также в ведомство Комиссии в 2000 г было передано рассмотрение дел о слияниях и поглощениях. ( раньше эту функцию выполнял Социально-Экономический Совет) . В компетенцию Комиссии входит надзор над применением интернет-трейдинга. ( с 21 ноября 2000 г центры дэй- трейдинга вправе осуществлять свою деятельность исключительно на основании лицензии, выдаваемой Комиссией)

Некоторые количественные характеристики работы Комиссии по фондовому рынку Нидерландов в 2000 г.

	1997г	1998г	1999г	2000г
Члены биржи Euronext Amsterdam (до 2000 г Amsterdam Exchanges)	281	287	291	258
Участники внебиржевого рынка	154	181	206	224
Держатели «европейского паспорта» (зарегистрированные в Комиссии по фондовому рынку Нидерландов институты, получившие лицензию в другой стране ЕС) в т.ч.	571	537	630	753
- банки	52	71	101	141
- дилеры облигаций правительства	17	20	21	20
- прочие компании, осуществляющие деятельность на рынке ценных бумаг на профессиональной основе	502	486	508	592
Торговля с использованием инсайдерской информации				
- количество расследований по факту	24	48	72	45

правонарушений				
-количество дел, переданных в прокуратуру	6	12	13	1
Раскрытие информации об основных акционерах				
- количество компаний, попадающих под действие этого закона	335	373	388	373
- количество уведомлений Управления	515	510	528	619

Источник : Сайт Комиссии по фондовому рынку Нидерландов.  
www.ste.nl

Деятельность организаторов торгов (на сегодняшний день в стране существует лишь одна биржевая площадка – Euronext Amsterdam, и это положение в ближайшем будущем вряд ли изменится) в Нидерландах лицензируется Министерством Финансов. Традиционно Амстердамская биржа имела статус саморегулируемой организации. Но, в то же время, надзорные функции возложены на Комиссию по фондовому рынку (ранее выподнядись Министерством Финансов). Биржа устанавливает правила для своих членов и следит за их соблюдением. Члены биржи обязаны иметь лицензию Комиссии и заключить соглашение с биржей о своем участии в торгах. Для компаний, чьи ценные бумаги обращаются на Euronext Amsterdam, –биржа также является органом надзора и контроля. Интересно, что надзорным комитетом Euronext Amsterdam был разработан документ “Listing Procedure Regulations”, в котором утверждается положение о том, что на бирже не лежит ответственность за проверкой правильности информации, содержащейся в документах, представленных при получении листинга: данная обязанность вменяется листинговому агенту.

Банк Нидерландов.<sup>42</sup> организован в форме акционерного общества открытого типа- таким образом во многом является объектом нормативно-правового регулирования, изложенного в Гражданском Кодексе на общих основаниях. Особый статус учреждения, вместе с тем, выражается в том, что

<sup>42</sup> Был образован в 1814 г по приказу короля Вильгельма I в качестве коммерческого банка. Статус Центрального банка Нидерландов приобрел после Второй Мировой Войны

председатели и члены правления назначаются королевским указом сроком на 7 лет.

Совместно с Комиссией по фондовому рынку банк проводит мероприятия, нацеленные на снижение уровня системного риска фондового рынка Нидерландов. Банком осуществляется лицензирование деятельности голландских кредитных учреждений, институтов коллективного инвестирования (collective investment schemes), также проводится авторизация деятельности иностранных участников фондового рынка внутри страны, осуществляется мониторинг и контроль над адекватностью деятельности тех и других. Ввиду того, что львиная доля банковских услуг в Нидерландах приходится все на четыре крупнейших учреждения: ABN Amro, ING, Rabobank, Fortis Bank, структуре Банка Нидерландов было создано четыре специальных комитета по контролю за деятельностью каждого из них.

Совместно с Управлением и Советом по пенсионным фондам и страховым организациям банком был создан Совет по финансовому контролю с 1999 г (Council for Financial Supervisors), необходимость существования которого, в первую очередь, была обусловлена усилением процессов слияний, поглощений, интегрированности как самих участников, так и обращающихся финансовых продуктов.

Комиссией по страховым организациям и пенсионным фондам Нидерландов (The Pensioen- & Verzekeringkamer, PVK) в своей повседневной деятельности проводится контроль за созданием, структурой активов, использованием средств инвесторов в данных организациях, также осуществляется лицензирование их деятельности. Комиссия подотчетна Министерству Финансов и обязана регулярно предоставлять сведения о состоянии отрасли.

Регулирование рынка ценных бумаг в Нидерландах осуществляется также на уровне саморегулируемых организаций, на которые также

возложена обязанность контроля за исполнением законов о ценных бумагах. Нарушение правил, установленных саморегулируемыми организациями, чревато для нарушителя большими неприятностями.

Крупнейшей саморегулируемой организацией является Голландский институт ценных бумаг (Dutch Securities institute) (существует с 1998 г) - был создан по инициативе профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также биржи. Цель создания - мониторинг деятельности различных участников рынка (трейдеров, инвестиционных консультантов, портфельных менеджеров, финансовых аналитиков и т.п.), проведение комплекса мероприятий по повышению его прозрачности. Институт Ценных Бумаг пользуется поддержкой Управления по ценным бумагам, Банка Нидерландов, Комитета по страховым организациям и пенсионным фондам, Ассоциаций финансовых аналитиков, маркет-мэйкеров и т.п.

Институт устанавливает определенные требования к своим членам, ведет их официальный реестр. (который делится на категории А- общий и В- для участников более высокой квалификации) Членами Института являются юридические лица (имеющие лицензию Банка Нидерландов, Управления по ценным бумагам, Комитета по пенсионным и страховым организациям), регистрацию же получают физические лица - их сотрудники. Для того чтобы быть зарегистрированным институтом необходимо пройти экзамены, иметь соответствующий стаж работы на фондовом рынке, а также предоставить рекомендации.

Приоритетное направление деятельности организации - защита розничных инвесторов на рынке, существует определенная процедура рассмотрения их жалоб (отдельные структурные подразделения Института рассматривают жалобы в отношении деятельности на фондовом рынке пенсионных фондов и страховых организаций) В случае подтверждения сведений о некомпетентности лиц, внесенных в реестр, а также по фактам правонарушений, использования незаконных торговых практик, нарушения

этики ведения бизнеса на фондовом рынке, эти лица исключаются из реестра ( в большинстве случаев такая информация освещается в средствах массовой информации что по сути дела наносит серьезнейший урон деловой репутации как работника, так и его работодателя )

Институт существует за счет взносов , которые делают его участники (единовременный взнос при включении в состав участников – 500 евро, а также ежегодные взносы, размер которых зависит от количества сотрудников организации, внесенных в реестр института – от 300 евро (0-5 сотрудников ) до 5000 евро (свыше 51 человек))

## **Заключение**

Итак, наиболее общими характеристиками фондового рынка Нидерландов на сегодняшний день олигополистический характер отрасли профессиональных посредников, комплексность услуг, предоставляемых крупнейшими операторами, широкая диверсификация их инвестиционных портфелей, курс на интеграцию фондового рынка в рамках ЕС.

Несмотря на развитый рынок долговых обязательств правительства, в Нидерландах все же рынок акций занимает приоритетное положение по отношению к рынку облигаций: отношение капитализация/объем непогашенных долговых обязательств национальных эмитентов выглядит как 68/32. Виды акций, выпускаемых голландскими эмитентами, достаточно разнообразны, но все же большая часть выпущенного капитала приходится на долю простых акций на предъявителя.

Основными посредниками на фондовом рынке являются кредитные организации, причем в последнее время банковский бизнес имеет ярко выраженный олигополистический характер. Важнейшими инвесторами страны являются пенсионные фонды. Надо отметить, сама система пенсионного обеспечения в Нидерландах, традиционно являющаяся накопительной, не только повысила значимость данных институтов как крупнейших инвесторов на европейском фондовом рынке, но и привлекла внимание некоторых соседей Голландии, в частности Германии и Франции, поскольку в условиях старения населения их пенсионные системы постепенно перестают отвечать требованиям времени.

Что касается организации торговли, то в этой сфере приоритетным направлением развития было и остается внедрение проекта объединения биржевых площадок европейских стран. Можно отметить активную роль Нидерландов в разработке рекомендаций и предложений относительно того, какой должна быть в будущем биржевая торговля в ЕС.

Изменения нормативной базы за последние несколько лет стали основными факторами формирования такой конъюнктуры на фондовом

рынке, которая сложилась на сегодняшний день. С одной стороны, правила игры были существенно либерализованы : участникам во многом была предоставлена свобода действий, с другой стороны - они заметно ужесточились в некоторых аспектах. . Как и в остальных странах ЕС , в Нидерландах в 80 е гг было разработано законодательство об инсайдерах, были установлены обязательные требования по созданию системы внутреннего контроля на предприятиях. Кроме того, Комитетом по корпоративному управлению был разработан ряд рекомендаций, нацеленных на усиление прозрачности компаний , защиту прав акционеров , повышение требований к профессиональным характеристикам менеджмента и т.п.

Несомненно, заслуживает внимания система защиты голландских предприятий от недружественных поглощений : наличие особого документа, регулирующего процессы слияний и поглощений (Merger Code), а также повышенное внимание к информированности акционеров и работников предприятий о предстоящих изменениях.

Постоянно проводится работа на уровне надзорных органов, организаторов торгов, саморегулируемых организаций с целью гармонизировать законодательную базу и сблизить условия существования операторов фондового рынка в странах-участницах ЕС. Таким образом, единый европейский финансовый рынок кажется уже не такой уж отдаленной перспективой.

Но , в условиях динамично развивающихся мирохозяйственных отношений, сфера интересов крупнейших финансовых конгломератов, коими являются основные игроки на фондовом рынке Нидерландов, распространяется гораздо шире, чем на территории богатых соседей по ЕС. Степень присутствия голландских профессиональных посредников на развивающихся рынках также достаточно велика.

В последние годы ощутимо возросла интенсивность экономического сотрудничества между Россией и Нидерландами: по совокупному объему



капиталовложений в российскую экономику Нидерланды занимают третье место, уступая лишь Швейцарии и США. ( в частности, в 1994 г Rabobank совместно с компаниями EWIC/Larive, GIMV и Coreq был учрежден венчурный фонд "Рабо Черноземье" с уставным капиталом в \$33 млн.) Постепенно налаживаются партнерские взаимоотношения между финансовыми посредниками, разрабатываются новые проекты и концепции возможного сотрудничества. Лидерами в этом, безусловно, являются ING и ABN Amro.

ING занимает прочные позиции на рынке депозитарных услуг в РФ, выступает в качестве организатора и со-организатора выпусков ценных бумаг (к примеру, банк принял участие в подготовке выпусков еврооблигаций МТС, простых векселей ЕБРР, облигаций ВТБ и т.п.), консультанта и платежного агента. Банком был приобретен депозитарий CSFB в России, что увеличило его клиентскую базу примерно на 50 % . Кроме того, банк является основным кастодианом по АДР на российские акции. В будущем ING планируется осуществление на российском рынке программы по негосударственному пенсионному страхованию через «Негосударственный Пенсионный Фонд «ING» , который начнет свою операционную деятельность после получения лицензии летом 2002 г.

ABN AMRO Bank (Moscow) специализируется на обслуживании корпоративных клиентов, среди которых крупнейшие российские компании, а также западные фирмы, осуществляющие производственную и торговую деятельность.

Для нашей страны особо важным представляется то, что успешная реализация тех или иных пилотных проектов иностранными операторами на российском рынке, отличающемся высокой волатильностью и во многом являющимся непредсказуемым не только для западных контрагентов, но и

для нас самих, может становиться своего рода сигналом для Запада о наличии в России надежных партнеров

Наряду с развитием отношений, которые носят взаимовыгодный характер, сегодня для нас важным является обзор опыта, накопленного за рубежом, и поиск путей возможной адаптации и применения его в России. Такого рода информация, несомненно, имеет огромное практическое значение при принятии решения как краткосрочного, так и долгосрочного характера, поиске возможных путей сотрудничества и расширения взаимоотношений. В этой связи фондовый рынок страны, где веками накапливались традиции корпоративного управления, выработывались нормы деловой этики, совершенствовались и видоизменялись правовые основы и характер деятельности участников, представляется интересным для изучения предметом.

