

Т.В. Марена

ПРОСТОРОВІ ЗРУШЕННЯ В РЕГІОНАЛЬНІЙ СТРУКТУРІ СВІТОВОГО ФІНАНСОВОГО РИНКУ

У статті досліджено сучасний стан регіональної структури світового фінансового ринку. На основі розрахунку показників просторової концентрації оцінено регіональну концентрацію світового експорту та імпорту капіталу, розміщення світових фінансових активів, географічної структури ринків акцій, облігацій та валютного ринку. Виявлено зміни, що відбуваються в регіональному перерозподілі сил на світовому фінансовому ринку. Визначено чинники, що обумовлюють просторові зрушення в регіональній структурі світових фінансових потоків.

Ключові слова: *світовий фінансовий ринок, просторова (регіональна) структура, експорт та імпорт капіталу, світові фінансові активи, ринок акцій, ринок боргових цінних паперів, валютний ринок, коефіцієнт концентрації.*

УДК 339.97

В.С. Морозов

РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ У ФРН

У статті проаналізовано сучасний механізм регулювання ринку цінних паперів та похідних фінансових інструментів у Федеративній Республіці Німеччина. З'ясовано, що регулювання ринку цінних паперів та похідних фінансових інструментів у Німеччині враховує регуляторні особливості цього механізму стосовно функціонування ринку цінних паперів в Європейському Союзі за трьома основними напрямками: по-перше, на основі первинного законодавства ЄС, тобто Установчих договорів ЄС, норми яких мають пряму дію на території всіх держав-членів ЄС; по-друге, вторинного права ЄС – на базі актів, насамперед директив і регламентів, прийнятих інститутами Європейського Союзу в розвиток положень Установчих договорів ЄС; по-третє, за допомогою національного законодавства держав-членів ЄС.

Ключові слова: *регулювання економіки, державна економічна політика ФРН, регулювання ринку цінних паперів та похідних фінансових інструментів ФРН, регіональний та національний рівні регулювання, Федеральна служба з регулювання фінансових ринків Німеччини, Федеральне наглядове відомство з торгівлі цінними паперами Німеччини, Федеральне наглядове відомство з кредитної справи Німеччини, Федеральне наглядове відомство зі страхової справи Німеччини.*

Постановка проблеми. Однією із визначальних рис сучасного розвитку світового господарства і міжнародних економічних відносин є глобалізація усіх сфер суспільного життя – в т.ч. економічної. Новітніми наслідками економічної глобалізації є зростання рівня інтернаціоналізації національних господарських систем, тісний взаємозв'язок і взаємозалежність окремих національних економік та їх перетворення в єдиний світовий економічний простір, – найважливіші фактори сучасного розвитку світової економіки. Враховуючи домінування фінансової детермінанти в сучасному інформаційно-економічному середовищі, рівень приналежності країни до світової економічної системи, у першу чергу, визначається ступенем її інтеграції в міжнародні фінансові ринки та різноаспектним регулюванням фінансових ринків, в т.ч. ринку цінних паперів

і похідних фінансових інструментів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Наукова проблематика регулювання фінансових ринків у цілому та ринку цінних паперів і похідних фінансових інструментів зокрема знайшла своє відображення в працях як іноземних, так і вітчизняних учених.

Фундаментальні дослідження регуляторних аспектів функціонування фінансових ринків здійснювали такі видатні зарубіжні вчені, як: В. Андреф, Б. Баді, Б. Балас, Р. Болдуїн, С. Гофман, Б. Ейхенгрін, П. Кругман, Дж. Мауер, Ф. Модільяні, А. Пігу, П. Сазерленд, Ф. Хайєк, Дж. Хікс, М. Фрідмен та ін.

Питання ефективності функціонування фінансових ринків та формування відповідних регуляторних механізмів теоретично осмислені в наукових працях О. Вільямсона, Р. Голдсмита, Дж. Кейнса, Г. Марковіца, Х. Мінські, Дж. Стігліца, У. Шарпа. Серед сучасних російських дослідників вагомий внесок у розробку окресленої проблематики здійснили А. Анікін, Т. Башкатов, І. Беляєва, О. Богомолова, Г. Бірман, Я. Міркін, Ю. Осіпов, Б. Пічугіна, Е. Уткіна, Ю. Шишкова та ін.

У вітчизняній науковій літературі проблемам розвитку та регулювання національних і міжнародних фінансових ринків присвячені роботи В. Андрійчука, В. Базилевича, І. Бураковського, А. Гальчинського, Н. Гражевської, В. Вірченка, В. Гейця, П. Єщенка, О. Єгорова, А. Ігнатюк, А. Кредісова, О. Любкіної, І. Лютого, І. Малого, І. Мазур, В. Міщенко, О. Рогача, А. Чухна, Ю. Уманціва, В. Федосова, В. Шелудько та ін.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Разом з тим, недостатньо висвітленими залишаються, в першу чергу, аспекти, пов'язані з дослідженням сучасного механізму регулювання ринку цінних паперів та похідних фінансових інструментів у Федеративній Республіці Німеччина, що вимагає свого подальшого теоретичного обґрунтування та всебічного аналізу. Вищезазначені обставини й пояснюють актуальність та своєчасність розробки теми даного дослідження.

Таким чином, комплексне дослідження регулювання ринку цінних паперів та похідних фінансових інструментів ФРН є важливим, як у теоретичному, так і практичному плані, що й обумовило вибір **наукової мети** даного дослідження.

Викладення основного матеріалу. У цілому регулювання ринку цінних паперів в ЄС підрозділяється на 3 основних рівні [3, с. 2]:

- *первинного законодавства ЄС*, тобто Установчих договорів ЄС, норми яких мають пряму дію на території всіх держав-членів ЄС;
- *вторинного права ЄС - акти, насамперед директиви і регламенти, прийняті інститутами ЄС* (Радою ЄС, Комісією ЄС і Судом ЄС) в розвиток положень Установчих договорів ЄС;
- *національного законодавства держав-членів ЄС.*

Необхідно підкреслити, що європейським законодавством, у суворому сенсі слова, вважається саме інтеграційне законодавство, тобто акти первинного та вторинного рівнів. Якщо окремі питання не врегульовані інтеграційним законодавством (актами первинного та вторинного рівня), то вони регулюються безпосередньо державами-членами ЄС (наприклад, максимальні розміри компенсацій громадянам за ризиками фінансової системи, порядок діяльності національних регуляторів ринку цінних паперів).

У той же час, первинне законодавство ЄС (Угода про створення Європейського Економічного Співтовариства 1957 р. з наступними доповненнями та змінами, включаючи Лісабонську Угоду 2007 р.) не містить прямих положень про ринок цінних паперів, – весь пласт відповідного інтеграційного регулювання віднесено на рівень актів інститутів ЄС (у першу чергу директив).

До кінця 2007 р. основним документом, що визначає загальні принципи функціонування ринку цінних паперів ЄС, була *Директива Ради ЄС від 10 травня 1993 р. № 93/22/ЄЕС «Про надання послуг на ринку цінних паперів»* (англ. – «*Investment Services Directive*», «*ISD*») [9, с. 118].

Регулювання, встановлюване «*ISD*», мало комплексний характер і включало, передусім, положення про ліцензування професійної діяльності на ринку цінних паперів, про контроль такої діяльності та захисту прав інвесторів. У «*ISD*» містилися поняття, що використовуються у сфері функціонування ринку цінних паперів і відображають потреби інтеграції.

З моменту свого ухвалення «*ISD*» повинна була, по суті, об'єднати 12 регулятивних підходів різних регуляторних культур держав-членів ЄС в цілісну систему регулювання ринку фінансових послуг. Необхідно відзначити, що до цього числа належали як держави, фінансовий ринок яких будувався на системі універсальних банків (представницею є Німеччина), так і країни, що традиційно розділяли банківський сектор, а з ним і ринок фінансових послуг, на сектор комерційних банків, і сектор, що складається з інвестиційних банків та інших інвестиційних посередників (Великобританія).

У листопаді 2007 р. набула чинності нова *Директива ЄС від 21 квітня 2004 р. № 2004/39/ЄС «Про ринки фінансових інструментів»* (англ. – «*MiFID*»), що змінює деякі директиви ЄС, а також скасовує дію «*ISD*», одночасно включаючи в себе ряд її положень.

Даною Директивою (ст. 4) закріплюються ключові поняття ринку цінних паперів ЄС [4, с. 4-5]:

- «(передані) цінні папери» (англ. – «*transferable securities*»), включаючи акції та депозитарні розписки на акції;
- облігації та інші боргові цінні папери, у т.ч. депозитарні розписки на облігації;
- інші цінні папери, що дають право на придбання або продаж цінних паперів.

Поняття «інструменти грошового ринку» (англ. – «*money - market instruments*») включає в себе короткострокові (до 1 року) фінансові інструменти, такі як казначейські векселі, депозитні сертифікати, комерційні папери, інші платіжні інструменти.

Запроваджене Директивою поняття «фінансовий інструмент» (англ. – «*financial instrument*») включає в себе не тільки цінні папери та інструменти грошового ринку, але й інструменти інститутів колективного інвестування, розрахункові та похідні фінансові інструменти (форварди, ф'ючерси, опціони, свопи) з різними базовими активами.

Одне з ключових понять «*MiFID*» - «інвестиційна фірма» (англ. – «*investment firm*»), що є особою, яка надає одну або більше інвестиційних послуг третім особам або здійснює один або більше видів інвестиційної діяльності. При цьому обумовлюється, що держави-члени ЄС можуть визнати інвестиційною фірмою утворення, яке не є юридичною особою у випадку, якщо будуть дотримані вимоги щодо захисту інтересів третіх осіб (у т.ч. клієнтів).

Визначення «інвестиційні послуги і діяльність» (англ. – «*investment services and activities*») включає в себе [18, с. 312]: прийняття, передачу та виконання доручень за фінансовими інструментами; ведення власних рахунків; управління інвестиційним портфелем; інвестиційне консультування; андеррайтинг; розміщення фінансових інструментів; діяльність в якості т.зв. багатосторонніх фінансових систем (англ. – «*Multilateral Trading Facilities*», «*MTF*»).

Також у «*MiFID*» надається визначення понять: інвестиційні консультації (англ. – «*investment advice*»), регульований (організований) ринок (англ. – «*regulated market*»), маркетмейкер, клієнт та ін.

Інститутами, на які поширюється сфера дії «*MiFID*», є професійні учасники ринку

цінних паперів – інвестиційні фірми, для здійснення діяльності яких необхідне отримання дозволу (ліцензії) у державі реєстрації головного офісу. При цьому, сфера дії «MiFID» поширюється на всі інструментні сегменти ринку: акції, облігації, похідні фінансові інструменти, ринок колективних інвестицій.

Після такого ліцензування в окремій державі-члені ЄС компанії повинно бути надане право здійснення діяльності на території всього ЄС без необхідності отримання додаткового дозволу компетентних органів інших членів ЄС.

Директивою встановлені єдині вимоги щодо розкриття інформації на ринку цінних паперів, зберігання інформації про угоди, вимоги до звітності професійних учасників ринку та ін.

Директива запроваджує окремі елементи регулювання позабіржового ринку цінних паперів у рамках «MTF», не тільки встановлюючи вимоги щодо отримання дозволу на здійснення необхідної діяльності у національного регулятора, а й накладаючи на держави-члени ЄС зобов'язання щодо запровадження вимог стосовно інвестиційних фірм і операторів, керуючих «MTF» [19, с. 34].

Крім того, «MiFID» встановлює важливі положення про захист клієнтів: обов'язок здійснювати оцінку «адекватності» клієнта (досвід, знання, фінансове становище), а також правило «найкращого виконання» (*англ.* – «*best execution*») – брокер, отримавши заявку клієнта, зобов'язаний виконати її найкращим способом і впродовж певного часу (від 3 до 5 років) зберігати відповідну інформацію.

Крім уже згаданої вимоги про отримання інвестиційною фірмою ліцензії в державі-члені ЄС, в якій знаходиться її головний офіс, з метою захисту інвесторів Директивою встановлені суворі вимоги до звітності та ведення внутрішнього контролю інвестиційних фірм, тобто надання звітів по операціях повинно здійснюватися практично негайно – не пізніше завершення робочого дня, наступного за днем здійснення угоди (ст. 25). Мінімальний термін зберігання інформації – 5 років. Кожна держава-член ЄС зобов'язана вести реєстр інвестиційних фірм і надавати відповідну інформацію іншим країнам-членам ЄС [17, с. 217].

На думку учасників ринку і експертів, прийняття та набрання чинності «MiFID» стало додатковим поштовхом до консолідації європейського ринку цінних паперів, активізувало процеси його взаємодії, включаючи об'єднання інститутів та інфраструктури (біржі, розрахункові системи). Крім цього, завдяки зростанню конкуренції та підвищенню «технологічності» торгівлі відзначається зниження комісійних та інших біржових зборів.

В українському законодавстві положень, аналогічних згаданим вище положенням «MiFID», не існує. Обов'язок забезпечення «найкращого виконання» доручень клієнта відсутній як мінімум через те, що немає адекватної системи контролю за якістю виконання доручень.

Слід зазначити, що «MiFID» розглядає питання здійснення контролю та нагляду лише щодо професійної діяльності учасників ринку. Інші питання, зокрема контроль над емітентами цінних паперів, боротьба з ринковими зловживаннями і недобросовісними практиками на ринку цінних паперів, містяться в різних директивах за окремими напрямками регулювання.

Функції фінансового регулятора на ринку цінних паперів в країнах ЄС (у наднаціональному масштабі) покладені на профільні комітети при *Раді ЄС з економіки та соціальних питань і Комітет з європейських цінних паперів* (*англ.* – «*European Securities Committee*»). Останній створений з метою покращення координації політики ЄС у сфері регулювання ринку цінних паперів Рішенням Комісії ЄС від 6 червня 2001 р. № 2001/528/ЄС. Завдання Комітету – формування рекомендацій Комісії ЄС у галузі політики на ринку цінних паперів ЄС (ст. 2) [20, с. 48].

Одночасно Рішенням Комісії ЄС від 6 червня 2001 р. № 2001/527/ЄС створена незалежна консультативна група «Комітет регуляторів ринку цінних паперів ЄС», мета якої – проведення термінових консультацій з питань функціонування ринку цінних паперів (ст. 2) [4, с. 7].

У сфері регулювання ринку цінних паперів існують також *органи наднаціонального характеру*, які не є регуляторами в повному розумінні слова, - це, зокрема, «IOSCO12», об'єднання регуляторів фондових ринків більше 100 держав (90% світового ринку цінних паперів). У числі організацій, залучених до розробки стандартів і правил на ринку фінансових послуг, слід також назвати Банк міжнародних розрахунків (англ. – «Bank for International Settlements», «BIS»), Міжнародну асоціацію свопів і деривативів (англ. – «International Swaps and Derivatives Association», «ISDA»), Міжнародну Асоціацію з ринку цінних паперів (англ. – «International Securities Market Association», «ISMA») [2, с. 39-42].

У той же час єдиного органу з регулювання ринку цінних паперів, наділеного повноцінними функціями з контролю і нагляду, в ЄС не існує, і така ситуація не випадкова – потреба у створенні аналогу Європейського Центрального Банку для ринків фінансових інструментів і послуг, не пов'язаних з банківським сектором, не очевидна.

Важливо, однак, відзначити, що Директиви ЄС не дають вичерпної відповіді і на питання про кінцеву конфігурацію національних регуляторів ринку цінних паперів держав-членів ЄС. Вони лише встановлюють необхідні вимоги щодо функцій і повноважень таких регуляторів через введення за допомогою директив напрямів і змісту регулювання.

Відповідно, питання *внутрішнього порядку функціонування* регуляторів ринку цінних паперів держав-членів ЄС визначаються національним законодавством. Країни, що входять до ЄС, використовують різні моделі такого регулювання – від створення мегарегулятора на всьому фінансовому ринку до декількох регулюючих органів на окремих сегментах ринку цінних паперів.

Традиційно, регулювання фондового ринку в Німеччині було децентралізованим і здійснювалося спеціальними земельними органами (нім. – «Börsenaufsichtsbehörden»), підпорядкованими міністерству економіки тієї чи іншої федеральної землі. Саме на цей орган *Законом про біржі 1896 р.* було покладено контроль за дотриманням чесних правил торгівлі [5, с. 473].

Слід зазначити, що АТ «Deutsche Börse» – одна з найбільших біржових організацій світу, що створена у формі акціонерного товариства і здійснює організацію роботи різних ринків цінних паперів. Її представництва відкриті і працюють в Люксембурзі, Лондоні, Нью-Йорку, Чикаго, Гонконзі, Сінгапурі, Токіо, Пекіні, Празі, Цюриху і Москві [1, с. 1-2] (загальну інформацію стосовно АТ «Deutsche Börse» подано у табл. 1).

Оскільки основними професійними учасниками ринку цінних паперів та похідних фінансових інструментів в Німеччині є банки, важливу роль у регулюванні завжди відігравав основний банківський наглядовий орган – «Федеральне наглядове відомство з кредитної справи» (нім. – «Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen» - «BAKred»), що розташовувалося більшу частину повоєнного часу в Берліні [10, с. 411].

Контроль за діяльністю страхових компаній здійснювало «Федеральне наглядове відомство зі страхової справи» (нім. – «Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen» - «BAV»).

Таблиця 1

Основна інформація щодо характеристики АТ «Deutsche Börse»

| | |
|---------------------------------|--|
| Правова форма | Акціонерне товариство |
| Лістинг на біржі | FWB: DB1 |
| Рік заснування | 1992 |
| Керівництво | Рето Франціоні (<i>Dr. Reto Francioni</i>), Йоахім Фабер (<i>Dr. Joachim Faber</i>) |
| Оборот | 2,2 – 2,5 трлн. євро щорічно |
| Кількість співробітників | близько 3,5 тис. осіб |
| Сайт | www.deutsche-boerse.com |

Джерело: складено автором на основі інформації АТ «Deutsche Börse» (www.deutsche-boerse.com).

З 1990 р. по 2003 р. у Німеччині було прийнято чотири Акти з розвитку фінансового ринку, метою яких було посилення ролі Німеччини як фінансового центру і виведення фінансової системи на рівень кращих міжнародних стандартів.

Найбільш помітною подією у зміцненні регулятивної системи Німеччини стало прийняття в 1994 р. *Закону про торгівлю цінними паперами* (нім. – «WpHG») і створення федерального органу, що регулює фондовий ринок, - *Федерального наглядового відомства з торгівлі цінними паперами* (нім. – «Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel» - «BaWe») зі штатом майже 140 осіб у м.Франкфурт-на-Майні [6, с. 23].

Обидві регулюючі структури (федеральна і земельна) діяли в окремих аспектах паралельно і певною мірою дублювали одна одну. Формально Федеральне наглядове відомство з торгівлі цінними паперами було головним органом контролю. Однак на практиці поточний контроль за угодами був покладений на т.зв. «держ-комісаріат». Відомство займалося збором інформації від емітентів і здійснювало загальний нагляд за ринком і дотриманням законодавства.

На відміну від американської *Комісії з цінних паперів і бірж* (англ. – «SEC») німецьке «BaWe» не мало права проводити слідчі дії: викликати свідків для дачі показань, накладати арешт на рахунки і т. ін. При наявності матеріалів, що свідчать про порушення законодавства, «BaWe» передавала їх до прокуратури, яка і здійснювала необхідні юридичні дії.

Закон запроваджував кримінальну відповідальність за *інсайдерську торгівлю*, яка стала розглядатися як кримінальний злочин з максимальним покаранням у вигляді тюремного ув'язнення строком до п'яти років [14, с. 128-129].

До прийняття цього закону в Німеччині діяли добровільні правила торгівлі з використанням інсайдерської інформації, встановлені у відповідності зі спільною декларацією союзів промисловців, промислово-торговельних палат і банків (нім. – «Insiderhandels – Richtlinien» від 13 листопада 1970 р. з поправками 1976 р. і 1988 р.). Правила застосувалися тільки до осіб, які заздалегідь уклали контрактну угоду про те, що вони як інсайдери зобов'язуються не здійснювати певних дій відносно цінних паперів своєї компанії і т. ін. Правила піддавали критиці у зв'язку з тим, що вони носили добровільний характер. У США в мовному обігу, зокрема, був вислів: «*You can't have a fair market in Germany*» [8, с. 258].

Прийняття закону в цілому дійсно підвищило рівень прозорості німецького ринку. Особливо гучних скандалів тут не спостерігалось, але було досить багато випадків розслідувань, які призводили в результаті до сплати штрафів.

Слід зазначити, що лише в 1991 р. в Німеччині був прийнятий перший закон, що розглядає регулювання інсайдерської діяльності в рамках законодавства Європарламенту. До цього моменту на території країни діяли тільки добровільні правила, встановлені різними спілками промислових палат і банків. У 1998 р. був прийнятий оновлений «Закон про торгівлю цінними паперами», виконання якого в даний час здійснює Федеральна служба з регулювання фінансових ринків Німеччини – державний мегарегулятор, наділений широким колом повноважень [13, с. 911].

Згідно частини 3 «Нагляд за інсайдерською діяльністю» німецького Закону «Про торгівлю цінними паперами» від 1998 р., цінними паперами, що є об'єктом інсайдерській торгівлі, визнаються *фінансові інструменти* [16, с. 117]:

- 1) допущені до офіційної торгівлі на німецькій фондовій біржі, на регульованому ринку цінних паперів, що обертаються на вільному ринку або
- 2) допущені на організований ринок іншої держави-члена ЄС, яка підписала Угоду про Європейський економічний простір і
- 3) торгуються за цінами, залежними від цін на інші фінансові інструменти у відповідності з конкретними пунктами Закону.

При цьому цінні папери мають допуск до торгівлі на організованому ринку або ж обертаються на вільному ринку лише після публічного оголошення, або подання заяви про допуск.

Розділ 13 Закону «Про торгівлю цінними паперами» розкриває поняття інсайдерської інформації, а саме специфічної інформації про події, що мають відношення до емітента цінних паперів, схильних до інсайдерської торгівлі, яка в разі свого опублікування здатна значно змінити курсову вартість цих цінних паперів на ринку.

Розділ 14 «Заборона торгівлі цінними паперами з використанням інсайдерської інформації» встановлює, що заборонено:

- 1) користуватися інсайдерською інформацією для купівлі або продажу цінних паперів за рахунок власних коштів або коштів іншої особи;
- 2) розголошувати і опубліковувати інсайдерську інформацію третім особам без відповідних повноважень;
- 3) надавати рекомендації продавати або купувати цінні папери інсайдера.

Зроблене також застереження про те, що викуп власних акцій у інвесторів при узгодженні з регулятором не є забороненою торговою практикою. Впродовж тривалого часу Закон «Про торгівлю цінними паперами» залишав окремі аспекти інсайдерської діяльності не визначеними, у зв'язку з чим у потенційних інсайдерів з'являлися лазівки в законодавстві. Тому закон вирішено було змінити. Так з липня 2002 р. про всі операції керівників акціонерних компаній (а також їхніх прямих родичів і партнерів) з акціями своїх компаній стало необхідно негайно повідомляти емітента та регулятора, після чого емітент був зобов'язаний їх опублікувати. Багато в чому, це послужило серйозною перешкодою для здійснення інсайдерських угод. Емітент відтепер повинен був розкривати відомості про угоди директорів на своєму веб-сайті або опубліковувати їх в офіційному друкованому органі – «Federal Gazette» [12, с. 328].

Що ж стосується контролю за маніпулюванням на ринку цінних паперів Німеччини, то лише з прийняттям Закону про операції з цінними паперами обмеження цінового маніпулювання на законодавчому рівні стало більш чітким. Крім того, були доповнені кілька нових пунктів, зокрема що стосується заборони надання різних рекомендацій клієнтам інвестиційних компаній продавати або купувати ті чи інші цінні

папери для подальшої зміни котирувань цінних паперів. Особа, що займається маніпулюванням на ринку цінних паперів, несе відповідальність у вигляді штрафу або позбавлення волі на строк до 3 років.

1 січня 2002 р. набув чинності «Закон про придбання цінних паперів і поглинання» (нім. – «WpÜG»). Вперше в Німеччині закон запровадив регуляторну базу для злиттів і поглинань. Під дію цього закону підпадають всі компанії, що мають лістинг на біржах Німеччини або інших країн ЄС.

На основі прийнятого 22 квітня 2002 р. «Закону про формування інтегрованої системи фінансового нагляду» (нім. – «Gesetz über die integrierte Finanzaufsicht» - «FinDAG») в травні 2002 р. в Німеччині був створений єдиний мегарегулятор фінансових установ. Три федеральні органи, які здійснювали нагляд за банками, страховими компаніями і ринком цінних паперів, були об'єднані під одним дахом - Федеральної служби з регулювання фінансових ринків (нім. – «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» - «BaFin»), що базується в Бонні та Франкфурті-на-Майні. Загальне число її співробітників складає близько 1 тис. осіб, служба наглядає за 2,3 тис. банками, 800 інститутами фінансових послуг і 630 страховими організаціями [11, с. 319].

Нове відомство складається з трьох підрозділів (департаментів): з контролю за кредитними організаціями, страховими компаніями та з нагляду за торгівлею на ринку цінних паперів. Крім них, також існують три департаменту, що займаються загальними питаннями (розвиток фінансових ринків, страхування фінансових активів і боротьба з відмиванням грошей).

Безпосередньо при правлінні створені відділи: управління, зовнішніх зв'язків, захисту інформації та боротьби з відмиванням грошей. До служби надаються всі проспекти емісії цінних паперів. Фінансування «BaFin» здійснюється з 2002 р. повністю за рахунок внесків фінансових установ, за якими організація наглядає. Контроль за витрачанням коштів забезпечує спеціальна адміністративна рада, що складається з представників фінансових установ, парламенту і ряду федеральних міністерств. Діяльність «BaFin» також підлягає контролю з боку Федерального міністерства фінансів Німеччини [7, с. 57].

Останні зміни в національній системі регулювання пов'язані з прийняттям у липні 2002 р. Четвертого закону про розвиток фінансового ринку, що включав цілий ряд заходів щодо подальшого посилення захисту інвесторів, збільшення прозорості та посилення заходів, спрямованих проти відмивання грошей.

У центрі уваги нового закону – заходи, спрямовані проти маніпулювання цінами на фондовому ринку. Відповідно до розділу 7 «Закону про банки» Німецький Федеральний Банк буде продовжувати брати участь у поточному контролі за діяльністю банків. Емітент зобов'язаний розкривати відомості про угоди директорів або на своєму веб-сайті, або опублікувати в офіційному друкованому органі – «Federal Gazette». На сьогодні «BaFin» розміщує подібну інформацію і на своєму сайті www.bafin.de. У результаті сучасна німецька система регулювання в чомусь навіть перевершує відповідні системи Великобританії і США [15, с. 341].

«BaFin» наділена великими повноваженнями для ефективного моніторингу ринку. Служба має право не тільки вимагати надання інформації, вона може проводити обшуки в приміщеннях банків, компаній з торгівлі цінними паперами, страхових компаній. При виявленні фактів, що свідчать про кримінальні правопорушення, справа передається до прокуратури. «BaFin» може самостійно карати порушників, накладаючи штрафи.

Якщо маніпулювання вплинуло на ціну лістингових паперів, наявним є кримінальне правопорушення. Якщо була представлена свідомо неправдива інформація

або приховані факти, які могли б вплинути на ціну паперів, за новим законом можна розпочати кримінальну справу лише на основі визнання порушником того, що даний факт міг здійснювати вплив на ціни. Це значно полегшує завдання прокуратури, оскільки зменшує обсяг доказової бази. «BaFin» отримало право накладати штрафи у випадках маніпулювання, яке навіть не призвело до зміни ціни, на суму до 1,5 млн. євро.

Висновки. Підсумовуючи, слід зазначити, що регулювання ринку цінних паперів та похідних фінансових інструментів у ФРН враховує регуляторні особливості цього механізму стосовно функціонування ринку цінних паперів в ЄС за трьома основними напрямками: на основі первинного законодавства ЄС, тобто Установчих договорів ЄС, норми яких мають пряму дію на території всіх держав-членів ЄС; вторинного права ЄС – на базі актів, насамперед директив і регламентів, прийнятих інститутами Європейського Союзу в розвиток положень Установчих договорів ЄС; за допомогою національного законодавства держав-членів ЄС.

Внутрішній порядок функціонування регуляторів ринку цінних паперів та похідних фінансових інструментів у ФРН формується за такими основними аспектами: торгівля цінними паперами; обмеження торгівлі з використанням інсайдерської інформації; нагляд за інсайдерською діяльністю; контроль за маніпулюванням на ринку цінних паперів; придбання цінних паперів і поглинання; формування інтегрованої системи фінансового нагляду; посилення захисту інвесторів; збільшення прозорості та посилення заходів, спрямованих проти відмивання грошей.

Список використаної літератури

1. Морозов В.С. АТ «Deutsche Börse» // Інформаційно-аналітична довідка. – Торговельно-економічна місія у складі Посольства України у ФРН. – Берлін, 2006. – 3 с.
2. Морозов В.С. Підвищення конкурентоспроможності аутсайдерів серед українських фондових бірж // Інвестиції: практика та досвід. – 2010. - №21. – С. 39-42.
3. Морозов В.С. Регулювання ринку цінних паперів у Німеччині // Інформаційно-аналітична довідка. – Торговельно-економічна місія у складі Посольства України у ФРН. – Берлін, 2006. – 7 с.
4. Морозов В.С. Ринок цінних паперів та похідних фінансових інструментів у ФРН // Інформаційно-аналітична довідка. – Торговельно-економічна місія у складі Посольства України у ФРН. – Берлін, 2006. – 13 с.
5. Aicher J., Schuhmacher F. Wertpapiere // Krejci H. Unternehmensrecht. - 4.Auflage. - Manz, Wien, 2008. - S. 472-491.
6. Bär H.P. Asset Securitisation – Die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken. -3., unveränd. Auflage. - Haupt, Bern et al., 2000. – 459 S.
7. Bloss M., Ernst D. Derivate. Handbuch für Finanzintermediäre und Investoren. - Oldenbourg Verlag. – München, 2008 – 1012 S.
8. Bund S. Asset Securitisation – Anwendbarkeit und Einsatzmöglichkeiten in deutschen Universalkreditinstituten. – Hohenheim, 2001. – 368 S.
9. Derleder P., Knops K.-O. Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht. – 2003. - 2432 S.
10. Fabozzi F. Foundations of Financial Markets and Institutions. - 3. Auflage. - Verlag Prentice Hall, 2002. – 706 p.
11. Hull J. Optionen, Futures und andere Derivate. - Aus dem Englischen von Hendrik Hoffmann. - Pearson Studium. – München, 2005. - 873 p.

12. Kind S. Börsen- und Finanztermingeschäfte // Lang P. - Frankfurt am Main, 2004. - S. 326-391.
 13. Kämpel S. Die Grundstruktur der Wertpapierleihe und ihre rechtlichen Aspekte // Wertpapiermitteilungen. - Teil IV. - Heft 23. - Jg. 44. - Nr. 23. - 9. Juni 1990. - S. 909-916.
 14. Paul S. Asset Backed Securities // Gerke W., Steiner M. Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens. - 3. Aufl., Schäffer-Poeschel: Stuttgart, 2001. - S. 126-133.
 15. Reiner G. Derivative Finanzinstrumente im Recht. - Nomos Verlag. - Baden-Baden, 2002. - 607 S.
 16. Rinker M. Kommentierung der §§ 54 (Wertpapierdarlehen) und 55 Investmentgesetz (Wertpapier-Darlehensvertrag) // Thomas Elser u. a. Investment - Jahresabonnement: Ergänzbare Handbuch für das gesamte Investmentwesen. Kommentar zu den Rechtsvorschriften einschließlich der Steuerrechtlichen Regelungen, Erläuterungen und Materialien der Kapitalanlagegesellschaften und der Unternehmensbeteiligungsgesellschaften. - Erich Schmidt Verlag. - Berlin, 2012. - 548 S.
 17. Siebers J., Siebers A. Anleihen. Geld verdienen mit festverzinslichen Wertpapieren. - 2. Auflage, dtv. - 2004. - 487 S.
 18. Steiner B. Wertpapiermanagement. - 9. Auflage. - Verlag Schäffer-Poeschel, 2007. - 602 S.
 19. Von Wysocki K. Wirtschaftliches Prüfungswesen. - Aufstellung und Prüfung des Jahresabschlusses nach HGB. - Band I. - 2005. - 498 S.
 20. Zantow R. Finanzierung. Die Grundlagen modernen Finanzmanagements. - Pearson Studium. - München, 2004. - 482 S.
- Стаття надійшла до редакції 11.02.2014.

V. Morozov

REGULATION OF THE SECURITIES MARKET AND DERIVATIVES IN GERMANY.

This article analyzes the mechanism of regulation of the securities and derivatives in the Federal Republic of Germany.

It has been found that the regulation of the securities market and derivatives in Germany takes into account the features of the regulatory mechanism for the functioning of the securities market in the European Union in three main areas: firstly, on the basis of the primary EU law, namely the constituent treaties of the European Union, which have a direct effect in the territory of all the member states, and secondly, through the secondary EU law, which is based on acts, especially directives and regulations adopted by the European Union institutions for the development of the constituent treaties of the European Union, and thirdly, through national legislation of the EU member states.

It has been established that there is no a single body for securities regulation endowed with a full range of control and supervision functions in the EU and this situation is not accidental as the necessity in the creation of a counterpart to the European Central Bank for financial instruments and services in non- bank sector is not evident.

Thus the EU directives do not give an exhaustive answer to the question of the final configuration of national securities regulators of the Member States of the European Union. They just set the appropriate requirements for the functions and authorities of such regulators by introducing the guidelines and volume of regulation.

The issue of internal regulations of the securities regulators of the Member States is determined by national law. The member states of the EU use different models of the regulation from the creation of megaregulator for the entire financial market to the creation of several regulators in each specific segment of the securities market.

It has been determined that the functioning of the internal procedure in Germany for

market regulation of securities and derivatives is formed by the following main aspects: securities trading, limitation on trade using insider information, supervision for insider activities, monitoring of market manipulation of securities, securities merger and acquisitions, the formation of an integrated system of financial supervision, strengthening of investor protection, increase in transparency and strengthening measures against money laundering.

Key words: *regulation of the economy, state economic policy of Germany, the regulation of the securities market and derivatives in Germany, regional and national regulations, the Federal Service for Financial Supervision in Germany, the Federal Supervisory Agency on Securities Trading in Germany, the Federal Supervisory Authority of the Credit File in Germany, the Federal supervisory authority of the insurance business in Germany.*

УДК 339.9

О.М. Галушка

ЕФЕКТИВНІСТЬ ВАЛЮТНОГО КАНАЛУ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ В СТАБІЛІЗАЦІЙНИХ ЗАХОДАХ ВЕЛИКИХ І МАЛИХ ЕКОНОМІК

У статті оцінено фактори ефективності впливу грошово-кредитної політики на реальну економіку через канал валютного курсу, проаналізовано вплив зміни валютного курсу на макроекономічні показники, визначено особливості та відмінності дії каналу обмінного курсу у малій та великій економіці, досліджено механізми впливу великих економік на малі через проведення девальвації резервних валют.

Ключові слова: *трансмісійний механізм, канал валютного курсу, девальвація, ревальвація, макроекономічні показники, монетарна політика держави*

Постановка проблеми. В умовах посткризового періоду, що характеризується сповільненням економічного зростання більшості країн, особливо важливим для монетарної політики держав є ефективне використання усіх її трансмісійних каналів, за посередництвом яких трансформуються показники реальної економіки – рівень зайнятості, рівень інфляції, обсяг виробництва тощо. Серед каналів трансмісійного механізму валютний канал відіграє значну роль, адже через зміну курсу національної валюти впливає на платіжний баланс даної країни та, відповідно, баланси її партнерів, на рівень внутрішніх цін у країні, на державні доходи та видатки. Дослідження та детальне вивчення механізму дії цього каналу необхідне не лише для формування ефективної монетарної політики держави, але й для швидкого реагування на заходи грошово-кредитної політики інших держав, особливо ті, що можуть трактуватись як експансіоністські.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Різні аспекти дослідження монетарного трансмісійного механізму і зокрема каналу валютного курсу досліджено у працях вітчизняних науковців та економістів. Так, на дослідженні особливостей функціонування каналу валютного курсу в Україні зосереджуються Міщенко В.І. [1] та Аржевітін С.М. [2]. Сомик А.В. досліджує дію валютного каналу в кризовий період [3, 4], Андрущак Є.М. – місце каналу валютного курсу в передавальних механізмах монетарних політик зарубіжних країн [5], Пустовійт Р.Ф. та Овчарук В.П. провели аналіз впливу монетарної політики на макроекономічні показники за посередництвом