



DOI: 10.26794/2220-6469-2018-12-4-93-108
УДК 336.71(045)
JEL E5



Роль банков и фондового рынка в экономике Германии

Б.Е. Зарицкий,

Московский государственный институт международных отношений (университет) МИД России, Москва, Россия
<http://orcid.org/0000-002-5877-2623>

АННОТАЦИЯ

Актуальность. Цель статьи – проанализировать особенности современного состояния банковского сектора и фондового рынка ФРГ. Реструктуризация оказавшихся в эпицентре финансового кризиса 2008–2009 гг. земельных банков, продолжающиеся поиски путей санации терпящего убытки Deutsche Bank, сокращение объемов межбанковского кредитования на фоне предстоящего свертывания политики «количественного смягчения» ЕЦБ – таковы лишь некоторые черты развития банковской системы Германии в последние годы. С другой стороны, после серии неудачных попыток Deutsche Boerse создать альянс с крупнейшими мировыми биржами Франкфурт рассчитывает после выхода Великобритании из ЕС взять у Лондона реванш в борьбе за звание европейской финансовой столицы.

Методы. На основе анализа публикаций ЕС, ЕЦБ, Бундесбанка, профильных германских ведомств, монографий и статей российских и зарубежных авторов в настоящей публикации показаны изменения в структуре банковского сектора ФРГ, сильные и слабые стороны фондового рынка Германии. Автор использовал системный и историко-статистический подходы, что позволило проанализировать тему исследования комплексно, в ее динамике, систематизировать статистические данные, сформулировать некоторые выводы относительно возможных сценариев дальнейшего развития событий.

Результаты. Проведенное исследование позволило сделать вывод о том, что мировой финансово-экономический кризис 2008–2009 гг. затронул банковскую систему Германии сильнее, чем это принято считать. Ведущие банковские институты страны – Deutsche Bank и Commerzbank – находятся в сложном финансовом положении. Относительно небольшие размеры и низкий уровень рентабельности большинства немецких банков являются серьезными ограничителями их международной активности. Между тем, фондовый рынок Германии остается недостаточно развитым и играет подчиненную роль в финансировании предприятий.

Перспективы. Результаты данного исследования могут быть полезными при оценке долгосрочных перспектив социально-экономического и инновационного развития Германии, которая остается крупнейшей экономикой Евросоюза.

Ключевые слова: банковский кредит; рынок ценных бумаг; универсальный банк; рентабельность; депозит; акции; облигации; деривативы; биржа; эмиссия ценных бумаг; финансовый рынок; венчурный капитал

Для цитирования: Зарицкий Б.Е. Роль банков и фондового рынка в экономике Германии. *Мир новой экономики.* 2018;12(4):93-108. DOI: 10.26794/2220-6469-2018-12-4-93-108

The Role of Banks and Stock Market in the German Economy

B.E. Zaritskiy,

Moscow State Institute of International Relations (University) of the Ministry of Foreign Relations of the Russian Federation, Moscow, Russia
<http://orcid.org/0000-002-5877-2623>

ABSTRACT

Relevance. The purpose of this article is to analyse particular features of the modern situation in of the banking and stock market sectors of the Federal Republic of Germany. Some of the topical characteristics of the development of the German banking system during the last years are as follows:

The restructuration of the Lands Banks, which was in the centre of the financial crisis of 2008–09;

Continuing attempts to reorganise the Deutsche Bank which was and is in continued failure of profits;

The decrease in inter-banking credits on the background of expected abandonment of the policy of “quantitative easing”.

On the other hand, following a series of unlucky attempts by Deutsche Boerse to establish an alliance with the largest World's Stock Exchanges, Frankfurt hope to get even with London and become European “financial capital” after Brexit completed.



Methods. By analysis of publications edited by EU, ECB, Bundesbank, related German agencies, and also books and articles written by Russian and foreign authors this text demonstrates the changes within the structure of the German banking sector and the strong and weak aspects of the stock market of this country. The author used system's approach and historical and statistical methods to allow the making of a holistic analysis of the selected topic in its development, as well as ranging statistical data properly and drawing up some conclusions regarding the eventual scenario of further development.

Results. This research provided a background for the conclusion that the world financial and economic crisis of 2008–09 has more strongly affected the German banking sector than in former considerations. The leading banking institutions of the country such as Deutsche Bank and Commerzbank are in a hard financial situation. Relatively limited capital adequacy and low level of profitability of the majority of German banks represent important limits for its international activities. Meanwhile, the German stock market remains underdeveloped and therefore plays a subordinated role in financing companies.

Prospects. The outcomes of this research could be useful for the assessment of long-term perspectives of the socio-economic and innovative development of Germany which remains the biggest economy of the EU.

Keywords: banking credit; stocks exchange market; universal bank; profitability; deposit; shares; bonds; derivatives; stock exchange; issuance of securities; financial market; venture capital

For citation: Zaritskiy B.E. The role of banks and stock market in the German economy. *Mir novoj ekonomiki = World of the new economy*. 2018;12(4):93-108. (In Russ.). DOI: 10.26794/2220-6469-2018-12-4-93-108

Соотношение банковского кредита и ценных бумаг как источников финансирования компаний существенно отличается в разных странах. В зависимости от того, в какой мере они опираются на тот или иной источник, финансовые системы принято делить на «**основанные на банках**» (bank based financial system) и «**основанные на рынке ценных бумаг**» (market based financial system) [1]. Финансовая система Германии представляет собой типичный пример так называемой банкоцентричной модели, в отличие от англо-саксонских стран, ориентированных на финансовый рынок. Именно банковский кредит, а не эмиссия ценных бумаг, является в ФРГ главным внешним источником финансирования бизнеса. В 2017 г. размер немецкого банковского сектора (как отношение совокупных активов к ВВП) составил 260%, а активы банков США менее 70% ВВП (<http://www.bankenverband.de/fachthemen/unternehmensfinanzierung-c/positionspapier-zur-rolle-der-banken-bei-der-finanzierung-der-europaeischen-wirtschaft.pdf>).

СТРУКТУРА БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

На вершине пирамиды в структуре банковской системы Германии находится *Немецкий Бундесбанк*, центральный банк ФРГ, который является составной частью Европейской системы центральных банков (ЕЦБ). Бундесбанк принимает участие в выполнении задач ЕЦБ, связанных преимущественно с поддержанием стабильности цен и обеспечением внутренних и международных расчетов. Утратив после введения евро функцию эмиссионного центра, Бундесбанк, тем

не менее, сохраняет за собой функцию «банка банков», «банка государства» и «управляющего валютными резервами». Помимо этого, в определенных пределах Бундесбанк сохранил за собой и контрольную функцию, хотя основной круг задач, связанных с осуществлением надзора за банковской деятельностью, решает Федеральное ведомство по надзору за финансовым рынком (BaFin.). Для регулирования денежного обращения и кредита используются следующие инструменты:

- установление процентных и дисконтных ставок по операциям Бундесбанка;
- операции на открытом рынке;
- резервные требования к кредитным учреждениям, которые обязаны держать минимальные резервы на счетах в Бундесбанке в размерах, определяемых Бундесбанком;
- оказание услуг в качестве финансового агента Федерального правительства и правительств земель. Банк может предоставлять им льготные кредиты в пределах, определенных в законе лимитов, а эти государственные органы обязаны держать свои ликвидные средства на жиросчете в Бундесбанке.

Немецкий Бундесбанк — государственное юридическое лицо. Его уставный капитал принадлежит федерации, которая распоряжается его прибылью, остающейся после обязательных отчислений. С одной стороны, Бундесбанк обязан осуществлять поддержку государственной экономической политики. С другой — при исполнении предписанных законом функций он не обязан подчиняться указаниям правительства, что обеспечивает проведение



Таблица 1 / Table 1

Структура банковского сектора ФРГ (2016 г.) / The structure of the banking sector in Germany (2016)

Тип банков	Кол-во институтов	Кол-во отделений	Кол-во занятых, %	Доля в активах, %	Доля в кредитах предприятиям, %	Доля в кредитах физ. лицам, %
Частные	231	9 407	23,3	40,5	26,7	31,4
коммерческие банки						
Сберегательные	413	12 233	36,3	15,0	23 Д	23,7
кассы						
Земельные банки	7	—	3,5	11,2	13,7	1,9
Кооперативные банки	1.009	11860	25,3	10,3	17,6	23,9
Банковский сектор, всего	1338	33 914	100	100	100	100

Источник / Source: https://bankenverband.de/media/publikationen/16112017_Zahlen_und_Fakten_web.pdf.

в жизнь принципа автономии и независимости центрального банка [2].

По организационно-правовой форме немецкие банки делятся на:

- частные коммерческие банки;
- публично-правовые институты;
- кооперативные банки.

По выполняемым функциям их можно разделить на:

- универсальные банки;
- специализированные банки.

Немецкие банки в своем абсолютном большинстве универсальные, т.е. они предлагают, как правило, весь спектр банковских услуг.

Количество банковских институтов и их филиальной сети в ФРГ имеет устойчивую тенденцию к сокращению. Глобализация и обострение международной конкуренции вынуждают немецкие банки к снижению издержек, оптимизации своей деятельности и сокращению количества отделений. По данным на конец 2016 г., в Германии функционировало в общей сложности 1888 банков (в 2005 г. — 2344) и 34 тыс. банковских филиала (в 2005 г. — 46,4 тыс.), в которых было занято 609 тыс. чел. (в 2005 г. — 693 тыс. чел.) (табл. 1).

Первая группа немецкого банковского сектора — частные коммерческие банки — включает крупнейшие частные универсальные банки страны

(гросбанки), региональные банки, частные банкирские дома, филиалы иностранных банков, частные ипотечные банки, строительные сберегательные кассы и банки с дистанционной формой обслуживания (интернет-банки). Количество частных банков в Германии относительно невелико — 281, но по объему активов, кредитной активности и количеству занятых они играют значимую роль в экономической жизни страны.

Относящиеся к этой группе *Deutsche Bank* и *Commerzbank* — два крупнейших банка с более чем столетней историей. Первый из них относится к категории глобальных системно значимых финансовых концернов. Не случайно поэтому стремительное ухудшение финансового положения *Deutsche Bank* в последние три года вызывает серьезную озабоченность у экспертов, включая аналитиков МВФ.

Традиционную и старейшую отрасль немецкого кредитного дела представляют так называемые частные банкиры, которые имеют сегодня в своем распоряжении около 80 банкирских домов, основанных в XVIII в. и даже раньше. В эту группу входят все те банки, деятельность которых осуществляется на базе правовой формы единоличного собственника (сегодня при создании новых банков такая правовая форма не допускается) или на базе правовой формы товарищества — открытое торговое общество (OHG), коммандитное товарищество (KG). По



своей структуре, размеру, специализации банкирские дома сильно отличаются друг от друга. Крупнейший из них — банкирский дом Оппенгеймов. Узость капитальной базы, отсутствие или ограниченность филиальной сети, проблемы с подбором высококвалифицированных менеджеров высшего звена — факторы, сдерживающие развитие банкирских домов. Однако их сильной стороной остается индивидуальный подход к клиентуре.

В группу частных коммерческих банков входят также филиалы иностранных банков. В Германии представлены сегодня свыше 300 иностранных кредитных учреждений из более чем 50 стран с сетью из почти 1000 дочерних структур, филиалов и представительств.

К категории *публично-правовых институтов* относятся земельные банки, сберегательные кассы, строительные сберегательные кассы, банковская группа KFW.

Сберегательные кассы, возникшие в XIX в. после объединения Германии в 1871 г., изначально были ориентированы на работу с населением и малым бизнесом. В эпоху экономического подъема крупные частные коммерческие банки были нацелены прежде всего на сотрудничество с промышленностью и не проявляли заинтересованности ни в клиентском обслуживании физических лиц, ни в кредитовании малого бизнеса. Тогда и возникли государственные сберкассы, основная цель которых, как декларировалось в их уставе, заключается не в получении прибыли или увеличении стоимости акционерного капитала, а в «служении общественному благу».

Сложившаяся специализация, когда коммерческие банки занимались преимущественно кредитованием крупных промышленных предприятий и обслуживанием внешнеторговых операций, а сберегательные кассы — работой с населением и малым бизнесом, многие годы сохранялась и после Второй мировой войны. Только в 1990-е гг. в условиях большей открытости европейских финансовых рынков и усиления конкуренции крупные немецкие коммерческие банки повернулись лицом к мелкому клиенту. Ритейл вновь вошел в моду. Тогда-то и возник конфликт интересов, который и сегодня является темой острых политических дискуссий, когда речь заходит о путях реформирования банковского сектора Германии. Немецкие коммерческие банки забросали жалобами собственное правительство и Еврокомиссию, обвиняя сберкассы в нарушении правил честной конкуренции: мол, те

пользуются государственными гарантиями и имеют возможность не закладывать риски в стоимость кредита. Подробнее об этом речь пойдет ниже, пока же отметим лишь, что «служение общему благу» обходится дорого: финансовое состояние многих сберегательных учреждений Германии вызывает серьезные опасения. Удельный вес «плохих кредитов» на их балансах до финансового кризиса 2008–2009 гг. был существенно выше, чем в коммерческих банках.

Превратившись сегодня, по сути, в универсальные банки, сберкассы во многом сохранили свою первоначальную специализацию: основная масса их клиентской базы — физические лица, самозанятые, владельцы малых и средних предприятий. Более 60% всего населения Германии имеют счета в сберегательных кассах и более половины от общего объема вкладов также размещены в сберегательных кассах. Собственниками сберегательных касс являются общины, города и округа. Государственный контроль за деятельностью сберегательных касс осуществляют ответственные за это земельные министры, а также BAFin. Каждая сберегательная касса обслуживает свою территорию, они обеспечивают 28% кредитов предприятиям и 29% кредитов физическим лицам (https://bankenverband.de/media/publikationen/16112017_Zahlen_und_Fakten_web.pdf).

Земельные банки — это своего рода «домашние банки» федеральных земель. Их задача — финансирование промышленных и инфраструктурных объектов, поддержка малого и среднего бизнеса. По отношению к сберкассам земельные банки выступают как бы в роли региональных центробанков (т.е. снабжают их льготными кредитами, принимают под определенный процент избыточную ликвидность, осуществляют взаиморасчеты и т.д.). За последние годы количество земельных банков сократилось: вместо существовавших ранее 11 банков осталось лишь семь.

Кооперативные банки представляют собой еще один важный сегмент в банковском секторе Германии. В городах они встречаются под названием Volksbank, а в сельской местности — под названием Raiffeisenbank.

Кредитная кооперация зародилась в Германии в конце XIX в. Товарищества, построенные по этому образцу, оказались весьма жизнеспособными и получили распространение по всей Европе, включая Россию. В начале XX в. модифицированная система европейского кооперативного кредита была принесена и развита в США [3].



Сегодня в Германии действуют около 1009 кооперативных банков. Это сравнительно небольшие учреждения, количество которых в последние годы постоянно сокращается в связи с их слиянием. Членами кредитных кооперативов являются более 15 млн частных лиц. Совладельцем кооперативного банка может стать теоретически любой при условии приобретения хотя бы одного пая. Несмотря на то что деятельность кооперативных банков по-прежнему концентрируется преимущественно на сберегательных вкладах и вкладах до востребования, а также на выдаче краткосрочных и среднесрочных кредитов своим членам, они предлагают сегодня своим клиентам универсальный ассортимент услуг. Постоянно растет и объем долгосрочных кредитов.

Главным институтом кооперативного сектора является DZ BANK AG — Центральный банк кооперативов. Он образовался в результате слияния двух банков — *Deutsche Genossenschaftsbank* и *GZ BANK*. DZ BANK занимает второе место в стране по размеру активов и имеет филиалы как в Германии, так и за рубежом. Банк обеспечивает кредитные кооперативы такими услугами, как денежные переводы, экспортное финансирование, доступ на международный финансовый рынок. Дочерняя DZ BANK компания (*UNION INVESTMENT*) предоставляет банковские услуги институциональным инвесторам, а также среднему и крупному бизнесу внутри страны и за рубежом.

Наряду с универсальными в Германии действует большая группа *специализированных банков*. Это прежде всего ипотечные банки, строительные сберегательные кассы (*Bausparkassen*), выдающие ссуды для индивидуального строительства, Немецкий почтовый банк, Депозитарный банк, кредитные учреждения со специальными задачами, среди которых особое место занимают *Ausfuhrkredit-Gesellschaft mbH* (кредитование экспорта в развивающиеся страны) и *Kreditanstalt fur Wiederaufbau* (кредиты для капиталовложений в экономически слабые регионы Германии). Другие банки со специальными задачами оказывают поддержку государственным программам поощрения промышленности, малых и средних предприятий, сельского хозяйства и т.д. В общей сложности на специализированные банки приходится около 25% рынка банковских услуг.

Новая тенденция в банковском бизнесе — это интернет-банкинг. Его появление вызвало настоящую революцию на рынке банковских услуг. 17 немецких интернет-банков не имеют обычного банковского офиса, связаться с ними можно только по фак-

су, телефону или e-mail. Интернет предоставляет и традиционным банкам широкие возможности сэкономить на стандартных операциях, прежде всего на проведении платежей: стоимость операций может сокращаться на 90%. Поэтому получившие большую популярность в 1990-е гг. интернет-банки сталкиваются с нарастающей конкуренцией со стороны традиционных банков на рынке онлайн-услуг.

Количество счетов, обслуживаемых там в режиме онлайн, увеличилось с 1,4 млн в 1995 г. до 62,8 млн в 2016 г. В частных банках их доля составляет сегодня 39,4%, в земельных банках и сберегательных кассах — 33,7%, в кооперативных банках — 36% (<http://www.bankenverband.de/fachthemen/unternehmensfinanzierung-c/positionspapier-zur-rolle-der-banken-bei-der-finanzierung-der-europaeischen-wirtschaft.pdf>).

Страхование банковских депозитов в Германии осуществляют три организации:

- фонд страхования депозитов частных банков;
- фонд страхования депозитов сберегательных касс;
- страховой фонд кооперативных банков.

В фонде страхования депозитов частных банков могут принимать участие все частные кредитные учреждения, имеющие генеральную лицензию Федерального ведомства по банковскому надзору (с 2002 г. — Федерального ведомства по надзору за финансовым рынком) и являющиеся членами Объединения немецких банков. Страхование подлежат практически все виды депозитов, за исключением межбанковских, а также некоторых долговых обязательств на предъявителя. *Deutsche Bundesbank* в системе страхования вкладов и депозитов не участвует и не оказывает на нее прямого воздействия. Прекращение деятельности банка в фонде влечет за собой его исключение из банковской ассоциации и, наоборот, выход банка из ассоциации ведет к его исключению из числа участников фонда.

Фонд страхования депозитов сберегательных касс является дополнительным средством защиты интересов вкладчиков, поскольку их особый статус как организаций, находящихся в ведении общин, городов и других административно-территориальных единиц, предполагает наличие у них государственных гарантий, что само по себе является залогом платежеспособности сберегательных касс. Общий фонд сберегательных касс складывается из нескольких региональных страховых фондов, поскольку вся деятельность сберкасс основана на принципе региональности — четко определенного



географического пространства ведения операций. Общий объем региональных фондов составляет 3% совокупных требований сберегательных касс к клиентам.

Другим элементом системы защиты интересов вкладчиков сберегательных касс являются страховые резервы земельных банков, создаваемые в объеме 1% суммарных вкладов. Для их формирования земельные банки ежегодно вносят 1% суммы вкладов клиентов. Максимальный объем резервов — 50% общей суммы вкладов.

Страховой фонд кооперативных банков осуществляет свою деятельность через Ассоциацию кооперативных банков. На специальном счете фонда хранится 10% резервных средств, а 90% размещаются на счетах региональных аудиторских объединений, которые управляют этими средствами по доверенности Ассоциации. Оказавшемуся в сложном финансовом положении кооперативному банку из средств фонда могут быть предоставлены процентные или беспроцентные ссуды, гарантии.

Банковский надзор в ФРГ совместно осуществляют два органа — Бундесбанк и Федеральное ведомство по надзору за финансовыми рынками (BaFin). Помимо национальных регуляторов, контроль за банковским сектором в странах ЕС осуществляет Европейское банковское управление (European Bank Authority) со штаб-квартирой в Лондоне (в связи с предстоящим выходом Великобритании из ЕС она в ближайшее время будет переведена в одну из столиц стран континентальной Европы — Б.З.).

В 2013 г. в Германии были законодательно закреплены на национальном уровне новые стандарты банковского регулирования, принятые Базельским комитетом по банковскому надзору (повышенные требования к качеству и структуре собственного капитала банков, к покрытию рисков, финансовому левериджу, ликвидности, а также внедрение финансового и антициклического буфера) (http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroffentlichungen/Monatsberichtsfaetze/2015/2015-04-bankensektor.pdf?_blob=publicationFile).

В дополнение к уже существующей на национальном и европейском уровне системе финансового контроля, в апреле 2014 г. Европарламент одобрил три ключевых закона, формирующие создание *Европейского банковского союза*, целью которого является снятие с налогоплательщиков финансовой ответственности за проблемные банки и ужесточение надзора за крупнейшими банками. Так появился

единый свод правил, призванный гармонизировать принципы деятельности европейских банков и систему гарантии по вкладам, создан *Единый надзорный механизм* (*Single Supervisory Mechanism*) во главе с ЕЦБ и *Единый механизм урегулирования банкротств* (*Single Resolution Mechanism*). Изначально предполагалось, что механизм SSM будет охватывать все банки еврозоны, но под давлением Германии их количество сократилось до 128 системно значимых банков (из них около 20 — немецкие).

Решение о создании *Европейского банковского союза* во многом стало реакцией на мировой финансовый кризис 2008–2009 гг., который банковская система Германии пережила трудно, но без драматических последствий. Оперативно принятое федеральным правительством решение о предоставлении банкам и финансовым компаниям пакета помощи в размере 480 млрд евро (востребовано было около половины этой суммы), заявление о безлимитных гарантиях государства по вкладам населения, активное участие земельных властей в санации «своих» региональных банков позволили стабилизировать ситуацию и предотвратить панику. Тем более, что сберегательные кассы и кооперативные банки, работающие в основном на локальных рынках, напрямую не были связаны с проблемами, возникшими на мировых финансовых рынках.

ПОСЛЕДСТВИЯ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

Тем не менее потери были. И весьма существенные. На грани банкротства оказался и был национализирован мюнхенский банк *Hypo Real Estate*, специализировавшийся на финансовых операциях с недвижимостью. За помощью к государству обратился *Commerzbank*, получивший 18 млрд евро на увеличение собственного капитала и еще 15 млрд евро государственных гарантий на пополнение ликвидности. Взамен государству был передан блокирующий пакет акций второго по величине частного банка страны.

Наиболее уязвимым звеном в банковском секторе ФРГ оказались земельные банки. Обретя относительную самостоятельность после отмены государственных гарантий, но не имея ясной концепции развития бизнеса, некоторые из них пустились в рискованные операции на рынке ценных бумаг, не обладая достаточным опытом работы в этом специфическом сегменте финансового рынка. В результате пять земельных банков (*Sachsen LB, West LB, HSH Nordbank, Bayerische LB u Landesbank Baden-*

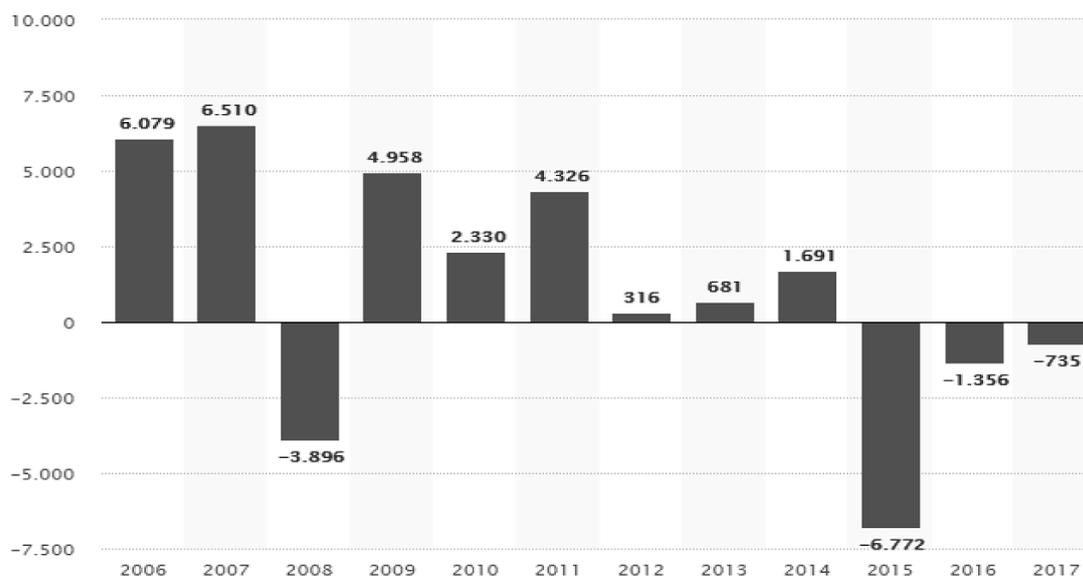


Рис. 1 / Fig 1. Прибыль/убытки Deutsche Bank в 2006–2017 гг. / Deutsche Bank's profits/losses in 2006–2017

Источник / Source: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/76928/umfrage/gewinn-deutsche-bank>.

Württemberg), столкнулись с серьезными проблемами, и их решение дорого обошлось федеральному и земельным бюджетам.

Глава крупнейшего банка страны — *Deutsche Bank* — Й. Аккерман отказался от помощи государства и заявил, что его банк самостоятельно сумеет справиться с трудностями. Как показало дальнейшее развитие событий, масштаб трудностей был недооценен, а посткризисная стратегия руководства банка оказалась ошибочной. В 2015 г. из-за большого числа списаний и штрафов (менеджеров *Deutsche Bank* обвинили в манипуляциях со ставкой LIBOR) убытки *Deutsche Bank* составили 6,8 млрд евро, в 2016 г. — 1,4 млрд евро¹.

В июле 2016 г. *Deutsche Bank* оказался в «десятке» самых слабых европейских банков по результатам стресс-теста, который провели ЕЦБ, Европейское банковское управление (EBA) и Европейский совет по системным рискам (ESR). Долговая нагрузка банка (отношение заемных и собственных средств) составила 40:1. Ситуацию усугубляет проводимая ЕЦБ политика низких процентных ставок, что негативно сказывается на прибыли всех немецких банков [4]. Дополнительным ударом по финансовому положению *Deutsche Bank* стал *Brexit*: именно в Лондоне банк получал до 20% своей выручки. МВФ публично заявил, что *Deutsche Bank* представляет

главный системный риск для мировой финансовой системы. По экспертным оценкам, на его балансе находится незащищенных деривативов на сумму свыше 70 трлн долл. (<https://www.mmnews.de/vermischtes/19621-deutsche-bank-risiko>).

Новый директор *Deutsche Bank* Дж. Крайан начал болезненный процесс реструктуризации и корректировки политики банка: было объявлено, что в 2018 г. будет уволено 3000 сотрудников, закрыто 188 отделений в Германии и полностью свернуто присутствие банка в 10 странах. Однако рейтинговые агентства и инвесторы не оценили усилий руководства банка. Акции *Deutsche Bank* и его рыночная капитализация опустились до рекордно низкого за последние 30 лет уровня, а операторы одного из ключевых европейских индексов *Stoxx Europe 50* исключили *Deutsche Bank* из состава фондового индикатора. Масла в огонь подлило требование Минюста США заплатить штраф в размере 14 млрд долл. за якобы имевшие место махинации *Deutsche Bank* в торговле ипотечными ценными бумагами.

Эксперты считают, что ключевой проблемой *Deutsche Bank* остается оставшаяся практически неизменной и при новом руководстве его бизнес-модель, ориентированная почти исключительно на инвестбанкинг, доходность которого в последние годы имеет тенденцию к снижению [5]. В 2017 г. она упала, судя по финансовой отчетности *Deutsche Bank*, до минимального уровня — 1,3% на собственный капитал. По итогам 2017 г. совокупные убытки банка составили 735 млн евро (рис. 1).

¹ Die Details zum Milliardenverlust. Handelsblatt. 2016; 28 Januar; Deutsche Bank schreibt 1,4 Milliarden Euro Verlust. FAZ. 2017; 2 Febr.



Таблица 2 / Table 2

10 крупнейших банков ФРГ и их активы (млрд евро) /
Ten largest banks in Germany and their assets (billion euros)

1	Deutsche Bank AG, Frankfurt/M	1591
2	DZ Bank AG, Frankfurt/M	509
3	KfW Kreditanstalt fuer Wiederaufbau, Frankfurt/M	507
4	Commerzbank AG, Frankfurt/M	480
5	Unicredit Bank AG, Muenchen	302
6	Landesbank Baden – Wuerttemberg, Stuugart	244
7	Bayerische Landesbank, Muenchen	212
8	Landesbank Hessen – Thueringen Girozentrale, Frankfurt/M	175
9	Norddeutsche Landesbank Girozentrale, Hannover	175
10	ING – DiBa AG, Frankfurt/M	158

Источник / Source: https://bankenverband.de/media/publikationen/16112017_Zahlen_und_Fakten_web.pdf.

В апреле 2018 г. в руководстве *Deutsche Bank* вновь произошли изменения. Вместо ушедшего в отставку Дж. Крайна председателем правления стал К. Зевинг. Аналитики считают, что новое назначение свидетельствует о том, что *Deutsche Bank* окончательно меняет приоритеты своей активности и с рынка капитала и рискованных инвестиционных проектов готов переключиться на классическую банковскую деятельность.

Сложное положение одного из флагманов немецкой экономики — не единственная проблема немецкой банковской системы. Количество кредитных институтов в Германии продолжает существенно превышать европейский уровень, а их концентрация (доля активов пяти крупнейших банков) традиционно остается низкой. Относительно небольшие размеры и низкий уровень рентабельности большинства немецких банков являются серьезными ограничителями их международной активности (http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroffentlichungen/Monatsberichtsfaetsae/2015/2015-04-bankensektor.pdf?_blob=publicationFile). За исключением *Deutsche Bank* здесь нет глобальных игроков «первой лиги». *Commerzbank*, находящийся сегодня далеко не в лучшей кондиции, крупным можно считать только в национальных рамках (табл. 2). Широкомасштабное присутствие государства в банковском секторе страны, как показал пример земельных банков, тоже не способствовало повышению эффективности кредитных учреждений Германии.

Одна из самых обсуждаемых тем сегодня в банковских кругах Германии — возможное слияние *Deutsche Bank* и *Commerzbank*. Идею озвучил нынешний министр финансов ФРГ О. Шольц (СДПГ) после того, как в сентябре 2018 г. *Commerzbank* по совокупности показателей выпал из национального списка «золотых фишек» — он впервые не вошел в главный биржевой индекс DAX 30. Немецкий министр, который в правительстве «большой коалиции» одновременно занимает пост вице-канцлера, высказался без обиняков: в стране лучше иметь один по-настоящему крупный и сильный банк, чем два проблемных (<https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/deutsche-bank-und-commerzbank-frankfurter-banken-poker>). Состоится слияние двух банковских институтов с более чем вековой историей или нет, сказать трудно, но представить подобный сценарий еще несколько лет назад было вряд ли возможно.

ФОНДОВЫЙ РЫНОК: КАК ЭТО НАЧИНАЛОСЬ

Сегодня трудно представить себе экономику любой страны без развитого фондового рынка. На территории современной Германии первые упоминания о торговле ценными бумагами (векселями) встречаются в конце XVI в. Датой рождения *Франкфуртской фондовой биржи* считается 1585 г., когда местные купцы договорились об использовании фиксированных курсов обмена различных денежных единиц. В конце XVIII в. начинается

торговля облигациями, а первая котировка акций датирована 1820 г.

После объединения Германии в 1871 г. центральную роль на фондовом рынке начала играть *Берлинская биржа*. Именно она стала центром торговли ценными бумагами периода грюндерства. Франкфурт вплоть до начала Первой мировой войны сохранял за собой роль ведущей площадки для торговли иностранными облигациями. Всего к концу XIX в. в Германии действовали уже 29 бирж.

В августе 1914 г. в связи с началом Первой мировой войны почти все европейские и американские фондовые биржи временно прекратили работу. *Берлинская биржа* оставалась закрытой вплоть до конца войны. Ориентированная на иностранные ценные бумаги, *Франкфуртская биржа* также значительно пострадала в результате войны, к концу которой все зарубежные фондовые ценности исчезли из котировочных листов германских бирж.

В 1920-е гг. на фондовых рынках наступил период подъема, сопровождавшийся беспрецедентной биржевой активностью и спекуляциями. Эпицентром этого подъема стали США, где рынок за период 1921–1929 гг. вырос почти на 400%. Больше всего вырос фондовый рынок в Германии — более чем на 1000%, однако рост здесь имел больше номинальный характер и в значительной степени был связан с инфляционным фактором.

Экономический кризис 1929–1933 гг. оказался мировым. Начавшись в США, Великая депрессия перекинулась и на другие страны. Из крупных европейских стран больше всего пострадали Германия и Великобритания. Банковский кризис, спад производства не могли не отразиться и на состоянии фондового рынка. В 1931 г. германские фондовые биржи временно были закрыты. Основные биржевые индексы упали за период с июня 1928 г. (предкризисный максимум) по апрель 1932 г. (кризисный минимум) на 67,7%.

С приходом к власти в 1933 г. национал-социалистов контроль за деятельностью бирж, который раньше находился в компетенции соответствующих земельных органов надзора, был централизован. Общее количество биржевых площадок в 1935 г. сократилось с 21 до 9. *Франкфуртская биржа*, объединившись с *Майнхаймской*, утратила свое бывшее значение и превратилась в заурядную провинциальную площадку под новой вывеской — *Рейнско-Майнская биржа*. *Берлинская биржа* фактически прекратила свою работу в 1943 г. из-за введенных германским правительством ограничений на обращение акций [6].

После Второй мировой войны абсолютные размеры и значение фондовых рынков, как и в целом финансового сектора в экономике, повсеместно росли. В Германии в послевоенные годы большая часть операций совершалась на двух биржах — во Франкфурте и в Дюссельдорфе, причем разрыв между обеими биржами был относительно невелик. Вскоре Франкфурт окончательно потеснил Дюссельдорф и стал бесспорным лидером на биржевом рынке страны, хотя помимо Франкфурта и Дюссельдорфа продолжали действовать еще шесть региональных фондовых бирж — в Мюнхене, Гамбурге, Берлине, Штутгарте, Ганновере и Бремене.

Роль региональных бирж оставалась довольно существенной в торговле национальными облигациями (40%), иностранными акциями (21%) и иностранными облигациями (36%). Но на Франкфурт приходилось уже в общей сложности около 86% всего германского биржевого оборота по всем инструментам — в том числе 95% по акциям немецких компаний, 60% оборота в торговле немецкими облигациями и 100% в торговле фьючерсами и опционами [7].

В 1990-е гг. правительство ФРГ приложило серьезные усилия, чтобы ликвидировать отставание от зарубежных конкурентов в развитии рынка ценных бумаг. С его участием и поддержкой была разработана общенациональная стратегия развития финансовых рынков под названием «*Финансовая площадка Германия*» (*Finanzplatz Deutschland*). Был принят ряд законов, направленных на улучшение защиты прав инвесторов, повышение требований к отчетности листинговых компаний, упрощение процедуры эмиссии акций, впервые разрешена деятельность частных пенсионных фондов, усилена ответственность за предоставление ложной информации и т.д.

Важным этапом на пути консолидации немецкого биржевого рынка стало создание в январе 1993 г. на базе франкфуртской площадки *Немецкой биржи* (*Deutsche Boerse*), которая является сегодня оператором *Франкфуртской биржи* и представляет интересы всех немецких бирж (сегодня их осталось шесть: Бременская биржа прекратила свою деятельность, а Гамбургская и Ганноверская биржи объединились). Этой же цели — консолидации биржевого рынка — служило и создание нового общенационального контролирующего органа — *Федеральной службы по надзору за торговлей ценными бумагами* (*Bundesaufsichtsamt fuer den Wertpapierhandel*, BAWe) под руководством Феде-

рального министерства финансов. В 2002 г. Германия поменяла секторальную модель регулирования финансового рынка на интегрированную. Был создан мегарегулятор — *Федеральная служба по надзору за финансовыми услугами (BaFin)*, заменившая три специализированных органа контроля — за фондовым рынком, банковской системой и страховым сектором (http://www.deutsche-boerse.com/dbg_en/about-us/frankfurter-stock-exchange/histor-of-the-frankfurter-stock-exchange).

Благоприятным фактором для развития фондового рынка Германии стало принятие в 2002 г. закона об отмене налога на продажи крупных пакетов акций. Этот шаг не только позволил банкам и нефинансовым компаниям избавиться от значительной части своих непрофильных активов, но и дал мощный импульс к размыванию сложившейся в Германии системы перекрестного владения акциями, которая всегда отпугивала сторонних инвесторов своей непрозрачностью. Оздоровление корпоративного ландшафта, в свою очередь, привело к повышению уровня распыленности владения акциями и росту ликвидности фондового рынка. Доля акционерного капитала, находящегося в руках миноритарных инвесторов, увеличилась и достигла сегодня около 80%, что почти соответствует среднеевропейскому показателю. Только в Великобритании и Швейцарии он заметно выше.

DEUTSCHE BOERSE В ФАС И ПРОФИЛЬ

После реорганизации *Франкфуртская фондовая биржа (ФФБ)* и *Немецкая биржа* представляют собой фактически единый орган, хотя формально это различные учреждения. *Сама Немецкая биржа* — открытое акционерное общество с продажей акций любым инвесторам (сегодня свыше 80% акций Deutsche Boerse находятся в руках иностранцев).

Группа Deutsche Boerse предоставляет весь спектр услуг, необходимый в сфере биржевой индустрии: торговлю акциями, облигациями и производными инструментами, клиринг, расчетные услуги, хранение ценных бумаг, рыночную информацию и обслуживание электронных торговых систем (рис. 2).

Основные направления бизнеса группы Deutsche Boerse:

- с помощью электронной торговой системы *XETRA (Exchange Electronic Trading)* и Франкфуртской фондовой биржи *Deutsche Boerse* оперирует самой большой фондовой площадкой Германии и одной из самых больших электронных плат-

форм в мире. Торговая система *XETRA* предлагает инвесторам все котирующиеся на ФФБ ценные бумаги. С ее введением стало возможным осуществление онлайн-торговли, но при этом осталась торговля и на «паркете» через курсового маклера. Через зал исполняются небольшие заявки, крупные — через *XETRA*;

- *Eurex*, возникшая в 1998 г. в результате слияния немецкой биржи срочных контрактов (*Deutsche Terminboerse*) и швейцарской *SOFFEX (Swiss Options and Financial Futures Exchange)*, является глобальным лидером на рынке деривативов и клиринговых услуг. Создание *EUREX* заложило фундамент для развития трансъевропейского рынка производных финансовых инструментов. Терминалы доступа на *EUREX* расположены сегодня во всех европейских центрах, а также в Нью-Йорке, Чикаго, Токио, Гонконге и Сиднее. *The International Securities Exchange (ISE)*, дочерняя компания *Eurex*, является оператором платформы для торговли опционами и акциями в США;

- депозитарно-клиринговая система *Clearstream* предоставляет услуги по хранению и обслуживанию ценных бумаг;

- *Deutsche Boerse Market Data & Analytics* распространяет информацию с торговых платформ (цены, индексы, информация для индивидуальных клиентов), делая тем самым торговлю прозрачной;

- через свои вычислительные центры *ИТ-департамент* обеспечивает технологическим обслуживанием собственные платформы, а также предоставляет услуги другим международным сервисным провайдерам.

Deutsche Boerse имеет свои филиалы в Люксембурге, Швейцарии, Испании, Чехии, и США, а также представительства в Чикаго, Дубае, Гонконге, Лондоне, Москве, Нью-Йорке, Париже, Сингапуре и Токио. Благодаря интегрированной бизнес-модели *Deutsche Boerse* эмитенты извлекают выгоду из низких затрат на приобретение капитала, а инвесторы используют преимущества высокого уровня ликвидности и низких биржевых ставок.

Главный индекс немецкого рынка акций — **DAX**, определяется как средневзвешенное значение цен акций 30 крупнейших акционерных компаний. В качестве индикаторов состояния различных сегментов биржевого рынка используются также индексы **MDAX** (определяется на базе цен акций 50 крупнейших компаний, не включенных в DAX), **SDAX** (определяется на базе цен акций 50 крупней-

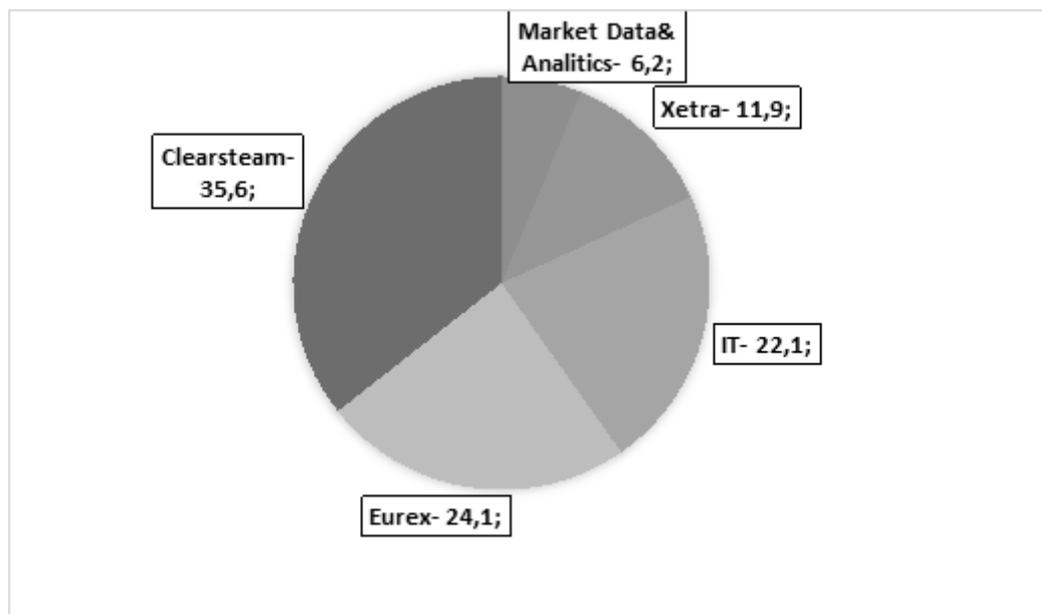


Рис. 2 / Fig 2. Оборот Deutsche Boerse по подразделениям, % / Deutsche Boerse turnover by division, %

Источник / Source: www.deutsche-boerse.com.

ших компаний, не включенных в MDAX), **TecDAX** (определяется на базе цен акций 30 высокотехнологических компаний), **DivDAX** (определяется на базе цен акций 15 компаний с наиболее высокими дивидендами).

Ценные бумаги, торгуемые на Немецкой бирже, делятся на три группы в зависимости от предъявляемых к ним требований листинга. Стандарт «Премииум» (**Prime Standard**) предполагает самый высокий уровень прозрачности с точки зрения объема и периодичности предоставляемой информации. Допуск к стандарту «Премииум» является одним из условий для включения компании в индексы DAX, MDAX, SDAX и TecDAX. Стандарт «Общий» (**General Standard**) основан на минимальных требованиях регулирования ЕС. Стандарт «Допуск» (**Entry Standard**) удобен для молодых, недавно созданных компаний, предполагает упрощенный и низкозатратный выход на рынок капитала.

Количество компаний, прошедших листинг на Франкфуртской бирже, традиционно меньше, чем на Лондонской фондовой бирже (LSE) или на пан-европейской бирже Euronext, созданной путем слияния Амстердамской, Брюссельской, Парижской и Лиссабонской фондовых бирж (рис. 3). Соответственно и рыночная капитализация листинговых компаний на Франкфуртской бирже ниже, чем у ее ближайших конкурентов (рис. 4). Такое положение дел во многом объясняется тем, что число компаний, организованных в форме акционерных об-

ществ, в Германии относительно невелико — менее 1 тыс. из почти четырех млн фирм. Подавляющее большинство предприятий, в том числе и крупных, функционирует в других организационно-правовых формах, не предусматривающих доступ к свободной торговле акциями на бирже (единоличное предприятие, полное товарищество, командитное товарищество, общество с ограниченной ответственностью и т.д.). Для них более привычным инструментом внешнего финансирования является банковский кредит.

В свое время один из старейших биржевых гуру, А. Костолани, говорил, что глубинные причины слабости фондового рынка в Германии кроются не столько в недостатках его регулирования, сколько в особенностях национального характера. Чрезмерная осторожность, постоянное стремление к стабильности, нелюбовь к риску, укоренившаяся привычка держать деньги «в чулке» или на накопительных счетах под твердые проценты — все это несовместимо с логикой развития биржевого бизнеса. Даже такие традиционно немецкие качества, как дисциплина и прилежание, иронизировал Костолани, на бирже скорее минус, чем плюс [8].

Все эти колкости можно было бы и опустить. Тем более что сказаны эти слова были 15 лет назад, а за это время в Германии многое изменилось. Многие, но не все. Стереотипы поведения населения в распоряжении своими свободными средствами оказались на удивление живучи. Львиную долю

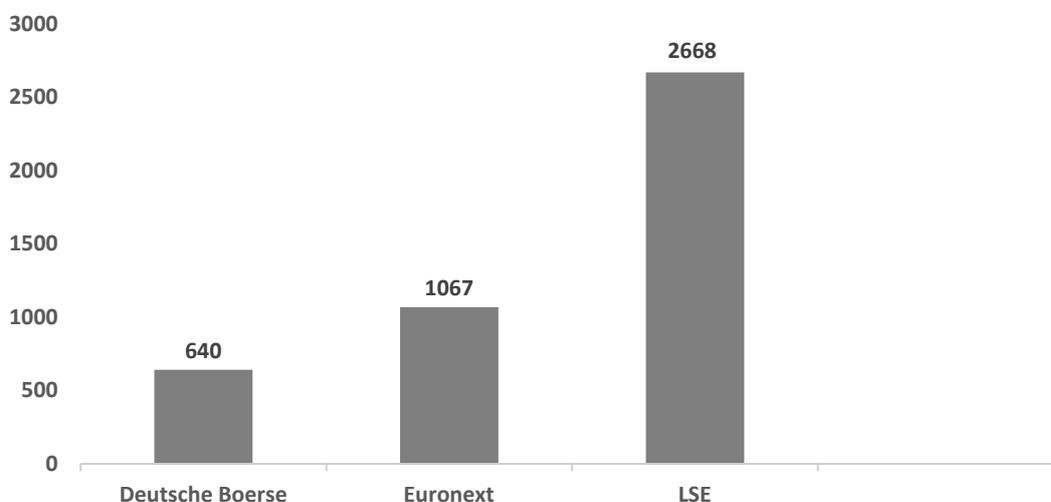


Рис. 3 / Fig 3. Количество листинговых компаний (на 10.01.2016) /
Number of listed companies (as of 10.01.2016)

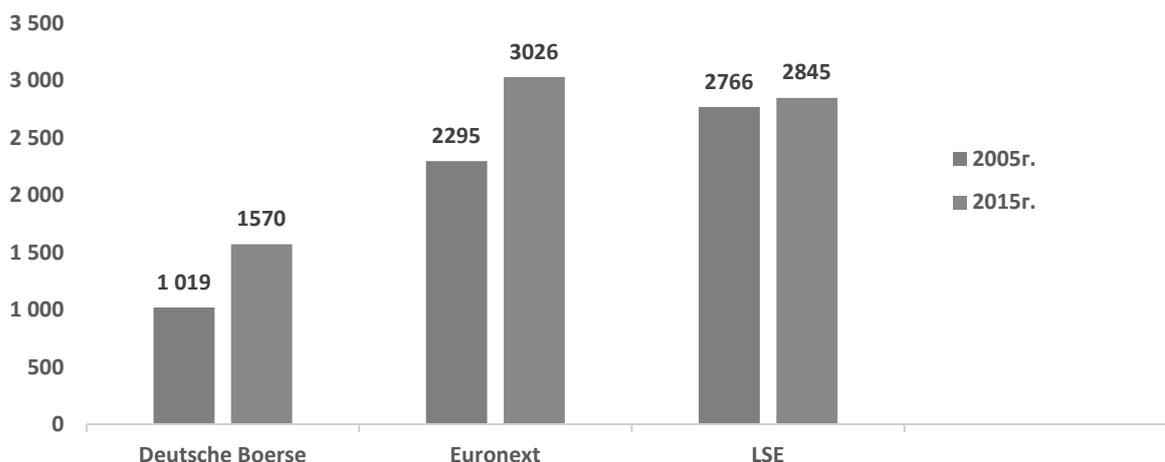


Рис. 4 / Fig 4. Рыночная капитализация листинговых компаний (в млрд евро) /
The market capitalisation of listed companies (in billion euros)

Источник / Source: www.deutsche-boerse.com.

своих сбережений большинство немцев по-прежнему держат на банковских депозитах, несмотря на низкую эффективность такой формы накопления.

СТАНЕТ ЛИ ФРАНКФУРТ ФИНАНСОВОЙ СТОЛИЦЕЙ ЕВРОПЫ?

В 2017 г. в условиях практически нулевых процентных ставок по банковским вкладам количество граждан Германии, владеющих акциями либо паями в фондах акций, выросло до 10 млн чело-

век². В процентном отношении от численности населения это все равно значительно меньше не только по сравнению с США и Японией, но и с рядом стран континентальной Европы.

Существенным фактором, сдерживающим развитие фондового рынка в Германии, является специфика устройства немецкой пенсионной системы,

² 4 Zehn Millionen Deutschen haben Aktien. *Handelsblatt*. 2018; 19 Febr.

Таблица 3 / Table 3

10 крупнейших бирж мира (2017) / Ten largest exchanges in the world (2017)

Биржа	Объем торгов, млрд долл.	Капитализация, млрд долл.	Объем торгов / Капитализация
NYSE	15 905,3	20 754,4	0,77
Nasdaq-US	11 336,3	9 001,7	1,26
Shenzhen Stock Exchange	9 112,0	3 438,0	2,65
Shanghai Stock Exchange	7 563,4	4 674,5	1,62
Japan Exchange Group Inc.	5 812,9	5 584,1	1,04
LSE Group	2 157,2	4 019,9	0,54
Hong Kong Exchange and Clearing	1 957,3	3 814,7	0,51
Euronext	1 942,7	4 052,3	0,48
Korea Exchange	1 920,0	1 547,6	1,24
Deutsche Boerse AG	1 481,7	2 033,6	0,73

Источник / Source: The Global Financial Centres Index 21, March 2017.

где частные пенсионные фонды не располагают достаточными средствами для серьезной работы на финансовом рынке. Масштабы их инвестиционной активности несопоставимы с деятельностью американских, английских, голландских или швейцарских пенсионных фондов и выражаются в статистически ничтожных величинах, особенно на рынке венчурного капитала.

Тем не менее сама Deutsche Boerse, рыночная стоимость которой превышает 15 млрд долл., благодаря удачно выстроенной бизнес-модели, в основе которой заложен принцип диверсификации различных видов биржевой деятельности и источников получения прибыли, остается весьма успешным коммерческим предприятием. Но среди крупнейших биржевых площадок мира Deutsche Boerse заняла в 2017 г. довольно скромное 10-е место (табл. 3).

В условиях растущей конкуренции на международном биржевом рынке руководство Deutsche Boerse неоднократно предпринимало попытки укрепить свои позиции путем создания альянсов с другими биржами. Упомянувшееся уже слияние немецкой биржи срочных контрактов (*Deutsche Terminboerse*) и швейцарской *SOFFEX* (*Swiss Options and Financial Futures Exchange*), позволившее выстроить единую площадку для торговли фьючерсами и опционами, клиринговых расчетов по ним с едиными правилами, стало одним из наиболее

успешных примеров межнационального биржевого сотрудничества. Однако все остальные попытки такого рода по разным причинам закончились неудачей.

В 2006 г. не удалось договориться о союзе с европейской Euronext. В 2012 г. Еврокомиссия наложила запрет на объединение *Deutsche Boerse* с американской NYSE. По мнению Еврокомиссии, объединенная компания попадала в категорию «квазимонополии». Трижды срывались попытки слияния *Deutsche Boerse* и лондонской LSE. В первый раз это произошло в 2000 г., когда против выступили акционеры LSE. В 2005 г. сделку заблокировали акционеры *Deutsche Boerse*.

В марте 2016 г. франкфуртская *Deutsche Boerse* и Лондонская фондовая биржа (*LSE*) объявили, что им удалось, наконец, договориться. В июле акционеры обеих компаний проголосовали за слияние. Объединенная англо-германская биржевая группа могла стать первой в мире по выручке и второй по капитализации. Совокупная стоимость торгующихся на двух биржах компаний составила бы почти 5 трлн евро. По данным совместного исследования экспертов *LSE* и *Deutsche Boerse*, после объединения клиринг и торговля деривативами должны были стать основной статьей доходов объединенной биржи, заняв в ней не менее 37%.

Второй по значимости статьей доходов для биржи планировалось оказание информационных услуг

(28%). На торговлю акциями, валютой и облигациями в структуре доходов, по расчетам, приходилось бы 14%. (<https://www.trend.at/geld/fusion-deutsche-boerse-und-london-stock-exchange-aus-8010175>).

Последнее слово в одобрении сделки по слиянию *Deutsche Boerse* и *LSE* должна была сказать Еврокомиссия (ЕК). Вероятность одобрения этой сделки оценивалась достаточно высоко: *Deutsche Boerse* и *LSE* во многих областях не являются конкурентами, а, скорее, дополняют друг друга. *LSE* занимается главным образом индексами, клирингом и торговлей акциями, тогда как *Deutsche Boerse* большую часть прибыли получает от торговли фьючерсами. Таким образом, в случае объединения главной торговой площадки Великобритании с крупнейшей немецкой биржей должна была появиться новая площадка, которая по размерам и масштабу операций стала бы крупнейшей в Европе и смогла бы составить конкуренцию американским и азиатским биржам.

Но в марте 2017 г. европейские регуляторы объявили, что союз двух бирж, островной и континентальной, не состоится. По мнению ЕК, объединенная компания будет занимать слишком большую долю на рынке трейдинга и клиринга инструментов с фиксированным доходом. Иными словами, в результате объединения может появиться монополист на рынке торговли облигациями³.

Для Франкфурта, давно мечтающего отвоевать у Лондона статус европейской финансовой столицы, решение ЕК стало чувствительным ударом, но после решения о выходе Великобритании из ЕС, там надеются взять реванш. Расчет строится на том, что крупные международные банки и финансовые учреждения вынуждены будут задуматься о переезде на континент, поскольку *Brexit* лишит Лондон многих сегодняшних преимуществ. Одним из важнейших был так называемый *passporting* — паспортизация, которую англичане в свое время добились в ходе долгих и жестких переговоров.

Суть этого механизма, которым охотно пользуются прежде всего американские и швейцарские банки, заключается в том, что они могут беспрепятственно продавать собственные финансовые продукты по всему ЕС. При этом им достаточно соблюдать довольно либеральное законодательство Великобритании, игнорируя более строгие регуляторные нормы на континенте. Еще один «плюс», особенно с точки зрения инвестбанков из

США: открывая свои представительства в Лондоне, гиганты вроде *Goldman Sachs* или *JP Morgan* имеют возможность обойти жесткие законы, регламентирующие рынок труда в Германии или Франции. Но после выхода Великобритании из ЕС этой практике придет конец.

В своей борьбе за лондонское наследство Франкфурт рассчитывает на поддержку властей Еврозоны, которые ясно дали понять, что после выхода Британии из ЕС не станут терпеть положения, когда значительная часть финансовых операций с евро проводится за границей. Так, ЕЦБ уже долгое время предпринимает попытки взять под контроль глобальный бизнес по торговле процентными фьючерсами (обязательство приобрести или продать в условленную дату финансовый инструмент, цены на который зависят от процентных ставок, например облигаций или депозитов). По оценкам Банка международных расчетов, около половины подобных сделок, общий объем которых достигает 383 трлн евро, проходит через дочернюю компанию Лондонской фондовой биржи.

Франкфурт, где уже сегодня 156 иностранных банков имеют свои дочерние структуры и представительства, где расположена штаб-квартира Европейского центрального банка и Федерального банка Германии, может значительно выиграть от переноса такого бизнеса из Великобритании на континент. Эксперты из Ассоциации иностранных банков в Германии прогнозируют, что около 20 крупных банков значительно расширят свои франкфуртские штаб-квартиры или построят новые, и в течение следующих двух-трех лет здесь будет создано дополнительно от трех до пяти тыс. рабочих мест⁴. По результатам опроса, проведенного компанией *Ernst & Young*, из 222 крупных финансовых учреждений в Лондоне 19 серьезно рассматривают как место новой дислокации Дублин. На 2-м месте — Франкфурт-на-Майне, на 3-м — Люксембург. Есть и другие фавориты — Париж, Амстердам⁵.

Многие эксперты, однако, считают, что если *LSE* станет внешней для ЕС фондовой площадкой, то определенные потери для Лондона неизбежны, но массового исхода не будет. В сентябре 2018 г. в рейтинге глобальных финансовых центров Лондон уступил Нью-Йорку только одну позицию, заняв

³ EU untersagt Boersenhochzeit. *Handelsblatt*. 2017; 29 März.

⁴ *Brexit*: nearly 20 banks have committed Frankfurt since vote to leave EU. *Independent*. 2018; 8 April.

⁵ Frankfurt is leading city for banks moving ahead of Brexit. *Financial Times*. 2018; 24 Sept.

2-е место. Франкфурт, по сравнению с предыдущим рейтингом, поднялся сразу на десять ступенек и занял 10-е место. Люксембург — на 21-м месте, Париж — на 23-м, Дублин — на 37-месте⁶. Иными словами, у Лондона в Европе значительное преимущество.

Изменит ли Brexit радикально эту картину? Ответить на этот вопрос однозначно пока трудно. Один из ключевых факторов, влияющих на решение компаний — национально нейтральная система регулирования в Лондоне — вряд ли претерпит изменения. Британская судебная система имеет высокую репутацию. Англоязычная среда куда более, чем какая-либо иная, привычна не только американским, но и европейским банкирам, независимо от национальности. Отсюда еще одно важное преимущество Лондона: доступ к квалифицированным кадрам здесь значительно шире, чем во Франкфурте или в Париже. Словом, вопрос о том, станет ли Франкфурт альтернативой лондонскому Сити, пока остается открытым.

* * *

Становление полноценного фондового рынка не самоцель, а один из важнейших источников финансирования предпринимательской деятельности. Динамичное развитие инновационного типа вообще трудно себе представить без активного участия фондового рынка и венчурного капитала, способных обеспечить быстрое перераспределение финансовых средств и гибкость рынков труда. В этом смысле банковский кредит является куда более консервативным источником финансирования. Трудно рассчитывать на получение кредита для инновационных, а значит, по определению рискованных проектов. Для молодых и небольших по размеру компаний, не успевших обзавестись ни кредитной историей, ни достаточным имуществом для залогового обеспечения кредита, эти трудности становятся и вовсе непреодолимыми. Именно поэтому за последние 15–20 лет на финансовых рынках практически всех развитых стран значительно вырос уровень секьюритизации, отражающий переориентацию компаний с банковского кредита на эмиссию ценных бумаг. Наиболее быстрыми темпами этот процесс развивался в странах с англосаксонской системой права, заметно медленнее — в странах континентальной Европы. Тем не менее, и там, и здесь увеличилась

доля капиталовложений, профинансированных за счет эмиссии акций и облигаций.

Если судить по абсолютным цифрам, не осталась в стороне от новых веяний и Германия. С 1980 по 2016 г. показатель капитализации фондового рынка здесь увеличился примерно в 17 раз. Заметно хуже выглядит отношение капитализации к ВВП. В 1980 г. оно составило в Германии всего 9%, в 1990–22% и достигло в 1999 г. своего максимального значения — 78%. Кризис мировых рынков акций привел к значительному снижению капитализации немецкого рынка. К концу 2002 г. показатель капитализация/ВВП опустился до 51%. В последующие годы рыночная стоимость акций, прошедших листинг на фондовых биржах Германии, стала расти и достигла 69% ВВП в октябре 2007 г. В марте 2008 г. она вновь снизилась до 57% и в 2016 г. находилась на уровне ниже 50% ВВП. Худшие показатели в ЕС имеют только Австрия, Италия и Португалия.

Сравнительный анализ данных о структуре источников финансирования немецких компаний за последние 40 лет свидетельствует о том, что, несмотря на значительное увеличение абсолютных стоимостных показателей эмиссии акций и облигаций, главным внешним источником привлечения финансовых средств по-прежнему остается банковский кредит. За последние 20 лет отношение эмиссий акций к объемам банковского кредитования колебалось в диапазоне от 1 до 4,7%. Германия остается одной из немногих европейских стран, где отношение банковских активов к ВВП намного превышает отношение капитализации рынка акций к ВВП (<http://www.bankenverband.de/fachthemen/unternehmensfinanzierung-c/positionsrapport-zur-rolle-der-banken-bei-der-finanzierung-der-europaeischen-wirtschaft.pdf>).

Несколько иная ситуация наблюдается с эмиссией корпоративных облигаций. До середины 1990-х гг. эмиссия облигаций у нефинансовых компаний составляла всего 0,1% от объемов банковского кредита. Только после введения евро объем эмиссии корпоративных облигаций стал быстро расти и к 2002 г. уже превысил объем эмиссии акций. Активно использовали этот инструмент немецкие компании после финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг., когда доступ к кредитным ресурсам банков оказался затрудненным. Однако в общей структуре финансирования предприятий этот источник и сегодня остается малозначимым и колеблется в пределах 2–3% от объемов банковского кредита.

⁶ The Global Financial Centres Index. 2018; 24 Sept.: 6.

С 1980-х гг. на финансовых рынках развитых стран стал расти выпуск коммерческих бумаг. Эта форма финансирования удовлетворяет краткосрочные потребности предприятий в денежных средствах и также является альтернативной банковскому кредиту. Наиболее быстрыми темпами рынок коммерческих бумаг рос в США, Канаде и Испании, где соотношение между задолженностью по коммерческим бумагам и банковским кредитом нефинансовых компаний за 1980-е гг. увеличилось на 5–7 процентных пунктов. В Германии нетто-задолженность по всем коммерческим бумагам составляет и сегодня не более 1,5–1,6% от объемов банковского кредита, а за 20 лет этот показатель увеличился здесь всего на 0,8 процентных пункта. Все исследования, проводившиеся как в самой

Германии, так и за рубежом, свидетельствуют, что главным инструментом финансирования нефинансовых компаний в ФРГ по-прежнему являются внутренние источники — амортизация и нераспределенная прибыль. Доля банков в финансировании предприятий за последние 40 лет фактически не снизилась и обеспечивает 20–30% всех используемых ими средств. Доля ценных бумаг, несмотря на рост абсолютных показателей, составляет менее 7%. Все это свидетельствует о том, что процессы секьюритизации получили в Германии значительно меньшее развитие не только по сравнению с США и Великобританией, но и с большинством стран континентальной Европы. Фондовый рынок остается здесь недоразвитым и играет сугубо подчиненную роль в финансировании предприятий.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. М.: Финансы; 2007. 925 с.
Rubtsov B.V. Modern stock markets. Moscow: Finansy; 2007. 925 p. (In Russ.).
2. Современная Германия. Экономика и политика. Белов В.А., ред. М.: Весь Мир; 2015. 718 с.
Modern Germany. Economics & Politics. Belov V.A., ed. Moscow: Ves' Mir; 2015. 718 p. (In Russ.).
3. Зарицкий Б.Е. Экономика ФРГ. М.: Магистр; 2010. 350 с.
Zaritskiy B.E. Germany's economy. Moscow: Magistr; 2010. 350 p. (In Russ.).
4. Зарицкий Б.Е. Политика ЕЦБ: позиция Германии. В сборнике: Мировая экономика и мировые финансы: глобальные проблемы и перспективы. Коллективная монография по материалам Международной научно-практической конференции. Звонова Е.А., ред. М.: РУСАЙНС; 2017:121–130.
Zaritskiy B.E. ECB policy: Germany's position. In *Mirovaya ekonomika i mirovye finansy: global'nye problemy i perspektivy*. Kollektivnaya monografiya po materialam Mezhdunarodnoi nauchno-prakticheskoi konferentsii. Zvonova E.A., ed. Moscow: RUSAINS; 2017:121–130 (In Russ.).
5. Sinn W., Schmudt W. Deutschlands Banken 2017: Metamorphose im laufenden Betrieb. Muenchen: Bain&Company; 2017. 87 p.
6. Merki C. (Hrsg.). Europas Finanzzentren. Geschichte und Bedeutung im 20. Jahrhundert. Frankfurt am Main: Campus Verlag; 2005. 305 p.
7. Beckers T. Kapitalmarktpolitik im Wiederaufbau. Der westdeutsche Wertpapiermarkt zwischen Staat und Wirtschaft 1945–1957. Mainz: Franz Steiner Verlag; 2014. 445 p.
8. Peppler T., Wiendt A. Der deutsche Aktienmarkt im internationalen Kontext — Chancen und Herausforderungen für den Finanzstandort. Frankfurt am Main: Verlagsgruppe Knapp; 2007. 298 p.

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

Борис Ефимович Зарицкий — доктор исторических наук, профессор кафедры мировой экономики, МГИМО МИД России, Москва, Россия
borsar@mail.ru

ABOUT THE AUTHOR

Boris E. Zaritskiy — Dr Sci. (History), Professor of the Department of World Economy, MGIMO-University, Moscow, Russia
borsar@mail.ru