

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

ИНТЕГРАЦИЯ БРОКЕРСКОЙ И ДИЛЕРСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Е.Б. ФИОЛЕТОВ,
генеральный директор ЗАО ИФК «Полярная Звезда»

Первые ценные бумаги в России появились в конце 1980-х¹ – начале 1990-х гг., еще до «ваучерной» приватизации. В 1991 г. была создана Московская международная фондовая биржа (ММФБ) и одними из первых на ней начали котироваться бумаги АК «Таймада даймондс»² – венчурного гравильного предприятия крупнейшего производителя алмазов в России. Банк «Менатеп» успешно реализовывал свои акции среди населения. Законодательство отсутствовало почти полностью, посредники на фондовом рынке называли себя чаще всего «маклерскими, дилерскими и брокерскими конторами»³ или фондовым отделом торгового дома.

Выпуск приватизационных чеков в 1993 г. и всеобщее вовлечение населения в процессе приватизации дали мощный импульс развитию фондового рынка в России. Крупные торговые площадки образовались в РЭА им. Г. В. Плеханова. В здании Главпочтамта на Российской товарно-сырьевой бирже была открыта фондовая секция. Основными торгуемыми ценностями бумагами были: «государственная ценная бумага – приватизационный чек», суррогатные бумаги (билеты, свидетельства, чеки, сертификаты, акции) неизвестных новых компаний (МММ, «Телемаркет», «Ринако»), иногда номинированные даже не в рублях, а в лирах («Россалко»). Многие крупные и известные ныне брокеры как «Атон», «Профит Хаус», «Грант», «Тройка»,

«Ринако+», «РБД» были созданы для торговли ваучерами и профессионально сформировались на ней. Инвестиционные институты уже были поименованы в постановлении Правительства⁴ и могли заниматься посреднической и инвестиционной деятельностью на фондовом рынке как исключительной. Посредник (финансовый брокер) определялся как исполнитель посреднических (агентских) функций при купле-продаже ценных бумаг за счет и по поручению клиента на основании договора комиссии или поручения. Предшественник дилера – инвестиционная компания могла заниматься организацией выпуска ценных бумаг и выдачей гарантов по их размещению в пользу третьих лиц, вложением средств в ценные бумаги, куплей-продажей ценных бумаг от своего имени и за свой счет, в том числе путем котировки ценных бумаг (объявления на определенные ценные бумаги «цены продавца» и «цены покупателя», по которым инвестиционная компания обязуется их продавать и покупать). Причем инвестиционные компании могли формировать свои ресурсы только за счет собственных средств (средств учредителей) и эмиссии собственных ценных бумаг, реализуемых юридическим лицом. Инвестиционные компании не имели права формировать свои привлеченные ресурсы за счет средств населения. Были установлены требования по минимальной величине собственного капитала⁵ для осуществления де-

¹ Постановление Совмина СССР от 15.10.1988 № 1195 «О выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг» // СП СССР. 1988. № 35. Ст. 100.

² <http://www.altosa.ru/events/>.

³ «Общесоюзный классификатор «Отрасли народного хозяйства» (ОКОНХ) (утв. Госкомстатом СССР, Госпланом СССР, Госстандартом СССР 01.01.1976) (ред. от 06.04.1994).

⁴ Постановление Правительства РСФСР от 28.12.1991 № 78 «Об утверждении положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР» // СП РФ. 1992. № 5. Ст. 26.

⁵ Пункт 13 письма Минфина РФ от 21.09.1992 № 91 «О лицензировании деятельности на рынке ценных бумаг в качестве инвестиционных институтов» // Бюллетень нормативных актов министерств и ведомств РФ. № 1. 1993.

ятельности в качестве инвестиционного института: посредник (финансовый брокер) – 50 тыс. руб.; инвестиционная компания – 2,5 млн руб., а также требования к аттестации сотрудников и руководства компании. Например, для работы с населением требовался сотрудник первой категории⁶.

Уже через год, в 1994 г., функционировал рынок акций «РАО ЕЭС», «Ростелекома», «Черногорнефти», «Лукойла» (торговался сначала тремя компаниями: «Лангепас-», «Урай-» и «Когалымнефтегаз»), «Газпрома» в виде объявленных индикативных (не обязательных к исполнению) котировок в АК&М и разных печатных бюллетенях. Правила торгов, схемы сделок и иные западные традиции фондового рынка были установлены первым иностранным инвестором – банком *Credit Swiss First Boston*. На деньги ЕС в рамках программы *TACIS* было использовано старое программное обеспечение *NASDAQ* для запуска торгов в электронном виде. Portal-система позже получила название Российская торговая система (РТС). Отсутствие правового регулирования сильно тормозило развитие рынка, например, неограниченная стоимость перерегистрации приводила к тому, что стоимость перерегистрации акций иногда превышала их стоимость. Как реакция на скандалы вокруг финансовых пирамид было введено более жесткое регулирование работы брокеров со средствами населения⁷, расширились виды лицензионной деятельности и увеличились требования к собственному капиталу в ЭКЮ.

В настоящее время брокерской деятельностью признается деятельность по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами от имени и за счет клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом. Минимальный собственный капитал – 5 млн руб.

Дилерской деятельностью признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи этих ценных бумаг по ценам, объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность. Минимальный собственный капитал – 500 тыс. руб.

⁶ Пункт 7 Письма Минфина РФ от 21.09.1992 № 91 «О лицензировании деятельности на рынке ценных бумаг в качестве инвестиционных институтов» // Бюллетень нормативных актов министерств и ведомств РФ. № 1. 1993.

⁷ Пункт 13 Указа Президента РФ от 04.11.1994 № 2063 «О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации» // Собрание законодательства РФ. 07.11.1994. № 28. Ст. 2972.

В теории основной доход брокера формируется за счет комиссионных, размер которых зависит от суммы сделки. В отличие от финансового брокера дилер, как правило, представляет инвестиционную компанию, совершающую сделки не за счет клиента, а за свой собственный счет. Доход дилера формируется за счет разницы цен продажи-покупки финансовых инструментов. Проводя спекулятивные операции с ценными бумагами от своего имени и за свой счет, дилер выполняет специфические посреднические функции, постоянно побуждая к совершению сделок все новых и новых контрагентов.

Итак, попробуем понять, зачем были разделены брокерская и дилерская деятельность. Первоначальная модель была позаимствована из американской модели фондового рынка. Правило разделения на брокера и дилера кратко звучит: «*Brokers act as Agents for Commissions/ Dealers act as Principals for Profits*»⁸ (брокер выступает агентом за комиссию/ дилер – принципалом за прибыль), кратко *BAC/DPP*. Основная идея – четко отделить клиентские сделки от собственных для защиты клиентов. Брокер-дилер первым исполняет клиентский заказ и берет с клиента либо комиссию, либо разницу в цене (*markup* или *markdown*). В России, в начале – середине 1990-х гг. брокерами являлись преимущественно небольшие компании, скупающие акции у населения в регионах. Инвестиционные компании (предшественники современных брокер-дилеров), скупая у брокеров, аккумулировали более крупные пакеты акций и продавали их лотами через РТС иностранным инвесторам. Дилерами должны были стать крупные инвесторы, выступающие андеррайтерами, поэтому и первоначальные требования к их собственному капиталу превосходили требования к брокерам. Центральный банк РФ, вводя свои дефиниции на активно формирующемся в середине 1990-х гг. рынке государственных ценных бумаг, ввел институт первичных дилеров⁹. Первичные дилеры, в отличие от дилеров, имели обязанности по выкупу государственных бумаг при первичном размещении и поддержании котировок при обращении ценных бумаг и были наделены правом выставлять свои цены на покупку/продажу ценных бумаг, что

⁸ Series 7 passtrak. Principles&Practices. General Securities Representative. Dearborn Financial Publishing, Inc. 1992. p. 151.

⁹ Приказ ЦБ РФ от 15.06.1995 N 02-125 (ред. от 17.09.1999, с изм. от 14.10.1999) «Об утверждении новой редакции положения об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных бескупонных облигаций в связи с началом региональных операций с ГКО» // Вестник Банка России. 18.07.1995. № 29; 28.07.1995. № 30; 01.08.1995 № 31-32.

уже определяло необходимость установления повышенных требований к собственному капиталу данных участников рынка.

Брокеру не запрещалось размещать собственные средства путем подачи публичных предложений. Сложилась ситуация, когда при большем объеме прав у брокера – требования к собственному капиталу были значительно ниже. Не была создана база для развития дилера, и в настоящее время основная форма организации финансового посредника – брокер или брокер-дилер. Соответственно изменились и требования к собственному капиталу: у брокера они в десять раз выше, чем у дилера.

В настоящее время очевидны обстоятельства, обуславливающие интеграцию брокерской и дилерской деятельности в рамках одного бизнеса на микроуровне, что проявляется в следующем:

- во-первых, это сама возможность совмещения брокерской и дилерской деятельности в рамках одной организации, а также единые возможности совмещения профессиональными участниками рынка ценных бумаг брокерской и дилерской деятельности с другими видами деятельности на рынке ценных бумаг;
- во-вторых, это единые квалификационные требования к специалистам финансового рынка, осуществляющим брокерскую и дилерскую деятельность (руководителям, специалистам, контролерам);
- в-третьих, это необходимость поддерживать собственный капитал на определенном достаточно высоком уровне, в том числе и при совмещении с другими видами деятельности.

Соединение брокерской и дилерской деятельности в рамках одной организации дает эффект «масштаба» и, как следствие, экономию на издержках в расчете на одну сделку, как за счет уменьшения издержек на поиск информации, так и за счет повторяемости сделок, повышения эффективности использования квалифицированного персонала и дорогостоящего оборудования. Эффект масштаба, на наш взгляд, состоит в выборе взаимовыгодного вида оформления сделки для брокер-дилера и клиента инвестора. Например, при оформлении сделки между двумя клиентами одного брокера как дилерской сделки (покупка и продажа, или *matching*) – акции остаются в депозитарии брокера и нет транзакционных издержек. Если эту сделку оформлять как две брокерских сделки, то ее надо проводить через биржу и могут возникнуть дополнительные расходы.

Кроме того, как правило, брокерская и дилерская деятельность сочетается с депозитарной

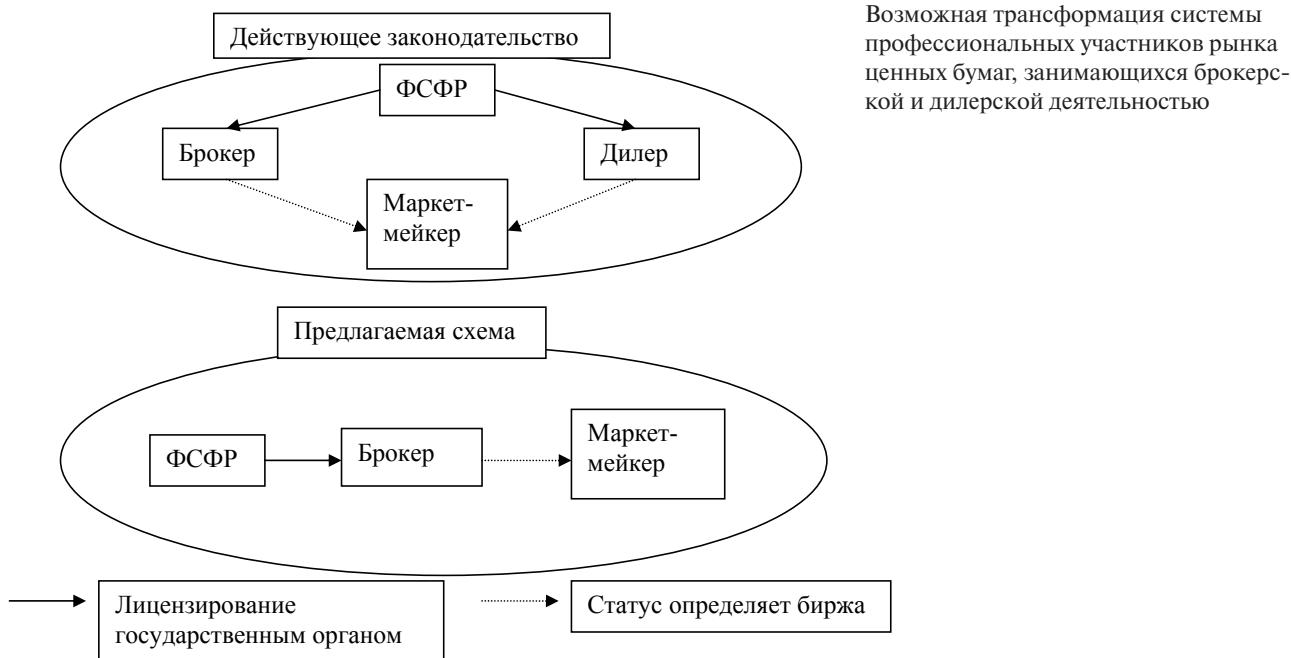
деятельностью, доверительным управлением, что еще больше усиливает диверсификацию деятельности организации в целом и способствует общему повышению ее экономической и финансовой эффективности. Отдельная лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг выдается на каждый вид профессиональной деятельности, но, как правило, лицензии на брокерскую и дилерскую деятельность получают одновременно до 90 % профессиональных участников фондового рынка.

Целесообразность активного развертывания процесса интеграции брокерско-дилерского бизнеса базируется на следующих тенденциях, формирующихся также и на макроуровне:

- 1) усиление концентрации национального финансового капитала посредством укрупнения финансовых институтов за счет консолидации банковского и небанковского (страхового, пенсионного, капитала управляющих компаний) капиталов при активной государственной поддержке;
- 2) рост масштабов трансграничного финансирования российского бизнеса с использованием долгового механизма и регулярной практики *IPO* как на внешних, так и на национальных фондовых площадках;
- 3) транснационализация российских компаний с выходом на зарубежные фондовые рынки;
- 4) смена принципов менеджмента развития российских компаний (новые организационные, структурные и мотивационные приоритеты) в контексте становления новых бизнес-моделей (аутсорсинг, корпоративное управление, управление на основе стоимости) и формирования взаимодействующих механизмов (организационных и инструментальных) в рамках институтов реального и финансового секторов национальной экономики.

Финансовый сектор в российской экономике демонстрирует в последние годы значительную активность. Так, темпы роста банковской отрасли превышают темпы роста экономики в три с лишним раза, биржевой и внебиржевой оборот по сделкам участников фондового рынка практически удваивается каждый год.

Смена субъектности российской финансовой системы связана с процессами слияний и поглощений внутри каждого ее сегмента, а также с объединением в финансовые группы банков и небанковских финансовых институтов. Последнее ярко демонстрирует усиление диверсифицированности финансовых институтов за счет включения небанковских



услуг в такие финансовые группы (усиление роли небанковских финансовых институтов). Вследствие этого начинают формироваться финансовые группы, включающие несколько финансовых институтов, построенных с использованием различных схем участия. Основой взаимодействия участников такой группы являются формальные и неформальные соглашения. Например, особое распространение получают «финансовые супермаркеты».

Доходы дилеров в настоящее время зависят не столько от подъемов и падений рынка, сколько практически полностью определяются оборотом торговли клиентов.

В силу действующих надзорных ограничений и недальновидности российского налогового законодательства дилеры не инвестируют свой капитал на рынках, так как:

- отсутствуют налоговые преференции для резидентных инвестиций по налогам на прибыль и дивиденды — в итоге выгоднее осуществлять операции через офшорные компании;
- существуют строгие требования к достаточности капитала.

В результате смысл функционального разделения и отдельного лицензирования брокеров и дилеров несколько теряется.

В связи с этим отмечаем, что в настоящее время дилерская лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг, по сути, дублирует брокерскую. Считаем возможным по этой причине отмену лицензирования дилерской деятельности с введением института интегрированного брокера-дилера с обязательным принятием на себя функций маркет-мейкера (рисунок).