

# На чем зарабатывают брокеры

**СПЕЦИАЛИСТЫ ОБСУЖДАЮТ, ЧТО ТАКОЕ ЭЛЕКТРОННАЯ ТОРГОВЛЯ, КАКОВО В НЕЙ МЕСТО БРОКЕРА И ОТПАДЕТ ЛИ СО ВРЕМЕНЕМ ПОТРЕБНОСТЬ В ЧЕЛОВЕКЕ-ТРЕЙДЕРЕ**

На эту тему рассуждают генеральный директор торговой платформы RSX Алексей Рыбников, генеральный директор ИК «Брокеркредитсервис» Юрий Минцев и руководитель группы электронного трейдинга «Ренессанс Капитал» Станислав Суриков. Модераторы — председатель правления НАУФОР Алексей Тимофеев и журналист агентства «Интерфакс» Римма Зарипова.

— Что такое электронная торговля?

**Юрий Минцев:** В целом это подача поручения на покупку или продажу электронными способами.

**Алексей Рыбников:** Термин electronic execution (то есть электронное исполнение) будет точнее.

**Станислав Суриков:** Когда говорят об электронной торговле, то в первую очередь всплывает термин DMA (direct market access, прямой доступ на биржу) — отправка клиентом заявки на биржу практически без влияния на нее брокера.

В России электронный рынок существует давно, но пока он довольно плоский. Какие-то более сложные вещи только начинают формироваться, они не сильно распространены, более того, клиенты не всегда их понимают, на мой взгляд.

**А. Р.:** Если говорить не о России, то приведу пример. Есть такое понятие как best execution. Если ты видишь цену лучше, чем где бы то ни

было, ты обязан послать заявку на эту биржу, если ты хочешь сам удовлетворить заявку своего клиента, ты должен поставить ему цену чуть-чуть лучше, чем та биржевая цена. Это, по сути, новая разновидность пипсоводства, брокеры немного добавляют к цене на бирже и забирают заявку себе. Если брокер — крупный маркетмейкер, то он собирает заявки со всех сторон — и на покупку, и на продажу, удовлетворяет их, а себе оставляет спред. Это большой бизнес, и в западных условиях много заявок не доходит до биржи, то есть мэтчится внутри брокера или против его котировок.

Система работает таким образом, что по дороге спред делится между различными участниками рынка. Поэтому если говорить об электронном исполнении, то это тот маршрут, по которому заявка от клиента едет по системе брокеров, доезжает в итоге до площадки — од-

ной, другой, третьей. Этот маршрут и является электронной торговлей, о которой мы сейчас говорим.

Ю. М.: Когда-то в России шли разговоры о клиринговых брокерах, одной из их функций была возможность мэтчить заявки не на бирже. Они пока ничем так и не закончились.

А. Р.: Условия должны быть как минимум такие же, как на бирже, может быть, даже лучше, и при этом нет комиссии биржевой. Кроме того, если большой размер транзакции, ты не качнешь рынок.

— Из того, что было перечислено, на что может быть спрос в России, чего не хватает и что может появиться?

С. С.: Инвесторы, даже частные, стали достаточно развитыми для того, чтобы смотреть на зарубежные рынки и пытаться арбитраживать и выстраивать сложные портфели. Получается, что российский брокер ограничен в средствах, депозитарная система очень существенно ограничивает.

— Сам брокер заинтересован в том, чтобы предложить своему клиенту быть представленным офшором?

С. С.: Это зависит от типа клиентов, но некой группе клиентов выгодно предложить работать через нероссийскую структуру.

Ю. М.: В случае если клиент является нерезидентом РФ и работает на российском фондовом рынке через брокера, который также является нерезидентом, то ни о какой квалификации клиента по российскому законодательству речи быть не может. Также большинство ограничений, которые







накладывает российское законодательство по маржинальной торговле, просто не действуют. Например, в качестве залога для покупки российских акций могут выступать бразильские акции.

**С. С.:** У меня есть подозрение, что те вещи, о которых мы говорили, мы увидим в России, так или иначе, даже без существенного изменения законодательства. Был бы спрос, найдутся и инструменты для того, чтобы это сделать, несмотря на разнообразные нестыковки и ограничения.

## Электронная торговля и институциональные инвесторы

**Ю. М.:** Раньше управляющая компания шла к голосовому брокеру, платила ему спред, а тот отдавал ей аналитику. Сейчас в России и во всем мире происходит то, что компания идет на биржу напрямую, спред не платит, но аналитику так же требует.

**С. С.:** Абсолютно верно. Если управляющий все операции будет делать через DMA, то ему перестанут давать аналитику и рассказывать, что происходит на рынке.

**Ю. М.:** Опять же на Западе развит институт независимой аналитики, у нас он только начинает появляться.

**С. С.:** Так же точно на рынке остались old school эссет-менеджеры, которые никогда в жизни ни к чему электронному не притронутся, они сделки обсуждают в ресторане, даже не по телефону.

Электронный трейдинг — это просто улучшение инструментария, который появляется в дополнение ко всему предыдущему, в том числе и у институциональных клиентов.

**Ю. М.:** Комиссия от оборота для российских управляющих меньше, чем у ритейловых клиентов, потому что управляющие компании все на виду, и конкуренция брокеров за них просто выходит за рамки разумного.

**С. С.:** Да, второй аспект — это развитие внутренней инфраструктуры

эссет-менеджеров, она, на мой взгляд, пока еще крайне далека от зарубежных аналогов. Качество управляющих не очень высокое, в кризис выплыло множество разнообразных историй про то, какие «замечательные» люди управляли портфелями.

Сейчас конкуренция увеличилась, доверие к этой индустрии подорвано, денег стало значительно меньше, очень многие люди ушли к брокерам, потому что считают, что эссет-менеджеры их обманули. И это начало рождать некие мысли внутри управляющих компаний относительно того, что надо бы повышать качество управления. Улучшение технологий, в свою очередь, ведет к увеличению требований к инфраструктуре электронной торговли брокеров.

Для меня было очень показательным моментом, когда мы вошли в переговорную privat-банка в Люксембурге, где нам собирались показать, как работает их система. Стояли два компьютера, и нам сказали, что сейчас придут портфельные менеджеры. Мы ждали, что сейчас войдут люди, у которых свечение над головой. Вошли два товарища в потертых пиджаках айтишного вида, сели к мониторам. Мы думали, что пришли компьютерщики настроить систему, они обернулись и сказали: «Мы — портфельные менеджеры, сейчас вам расскажем, как здесь можно настраивать графические интерфейсы». То есть портфельный менеджер за рубежом ничем в реальности не управляет, он закладывает модель, принятую инвестиционным комитетом, в программу, которая на выходе выдает с определенной частотой информацию о том, что купить, а что продать из этого портфеля.

**Ю. М.:** Я бы хотел добавить, что последняя человеческая вещь, зачем нужны были трейдеры — они делали ордер-менеджмент. Если у тебя заявка большая, чтобы она не повлияла на

рынок, человек выставлял ее по частям, менял цены, снимал заявку и потом выставлял ее заново и т.д. Сейчас пишут программы, которые делают ордер-менеджмент. И может случиться, что нужда в человеке-трейдере в скором времени упадет.

**А. Р.:** Электронная заявка через брокера сквозняком, скорее всего, в неизменном виде, едет на биржу. Это значит, что брокер на этой заявке зарабатывает копеечную комиссию, которая становится большой, только если у него очень большой поток. Если это ритейловый клиент, тогда брокер зарабатывает еще и на маржинальной торговле.

**Ю. М.:** А если это институциональный клиент, который требует индивидуального сервиса и великолепной аналитики и приносит 500 долларов в месяц, возникает вопрос, зачем брокеру такой клиент.

**А. Р.:** Возникает вопрос — у сгенерированной таким образом электронной заявки в нашей действительности маршрут только один — ехать на биржу, или нужно ей давать дополнительные возможности маршрутизации — через брокера и с его помощью, а тот дальше руководствуется принципом best execution. Соответственно, flow должен доехать до брокера, и брокер дальше должен иметь возможность с этим потоком как-то поработать. Он может сам его удовлетворить — против своей позиции, может, он даже улучшит условия клиента внутри спреда, потому что у него есть противоположная заявка. Может быть, он отправит на одну площадку, может быть, раздробит и пошлет на другую. И этот flow представляет для брокера некоторую ценность. Если мы хотим, чтобы брокерская индустрия жила и развивалась, надо учитывать, что это для нее важный источник доходов. Нужно давать брокерам возможность работать с электронным клиентским потоком, а не считать, что единствен-

ная возможность — направлять все электронные заявки на биржу.

С. С.: Есть же ситуация конкуренции между брокерами за эссет-менеджеров, потому что эссет-менеджер обязан использовать более одного брокера, особенно за рубежом с этим очень строго. Там борьба идет за то, сколько из общего объема брокеру дадут — 5% или 50%. Это стимулирует фантазию брокера, который хочет заполучить этого менеджера. В России этого нет, потому что нет фундаментальной предпосылки.

А. Р.: Кроме того, технической инфраструктуры тоже нет.

С. С.: Совершенно верно. К счастью, мы живем не в вакууме, и за рубежом масса народа уже придумала техническую инфраструктуру для брокеров и для эссет-менеджеров.

— Вы рассказали, как это работает за рубежом. А как это работает у нас?

С. С.: У нас трейдер делает ребалансировку портфеля. Проблема в том, что поскольку эссет-менеджеры используют разных брокеров, то, по сути дела, в отсутствие программ (а у подавляющего большинства их нет) управляющие вообще не видят свой портфель в течение дня. Они видят несколько портфелей в разных терминалах брокеров. Проблема инвестиционного менеджера не в том, что он принимает решение об инвестировании, а проблема в том, что он является человеком, который держит у себя в голове огромный объем информации — что у него в каких портфелях, что он сделал, что не сделал, на какой бирже. Как только все сделки исполнились, если у управляющего много клиентов, то он должен для каждого из них отдельно перебалансировать портфель — посчитать, сколько каждому клиенту достанется. Это снижает эффективность, в том числе и поэтому эссет-менеджеры сами задумываются о том, сколько денег они тратят на то, чтобы это все исполнить и какие у них потери от движения рынка.





Есть сигналы, говорящие о том, что эссет-менеджеры озаботились хотя бы сведением своих торговых позиций к некоему одному виду.

Ю. М.: По итогам дня они, слава богу, все это видят. Я вижу, что мои знакомые в управляющих компаниях озадачились поиском подобного инструмента.

### Роботы и флэш-крэши

Ю. М.: Если мы говорим об алгоритмах и роботах, то все больше ритейловых клиентов будут стремиться использовать эти системы.

А. Р.: А как вы отнесетесь к такой постановке вопроса — это не ритейл, это микрохедж-фонды.

С. С.: По европейской классификации — это и не ритейл — профессиональные квалифицированные инвесторы.

Ю. М.: А есть еще такая ситуация — новичок-ритейлер купил робота на форуме, запустил его и торгует, при этом если робот написан неграмотно, то это и есть одна из угроз алгориттрейдинга, о которых сейчас много говорят. Если человек сам написал алгоритм, он разберется, что с ним не так, и сможет внести изменения в алгоритм. Если же человек купил чужого робота, то единственное, что он сможет сделать — выключить компьютер, но может быть уже поздно, в том плане, что тысячи заявок уйдут на биржу.

— Вы возьметесь оценить, сколько из общего объема ритейла составляет этот поток?

Ю. М.: Около 5% от количества клиентов, в объеме оборота — больше 50% точно.

С. С.: Это улучшение внутренней инфраструктуры частного инвестора, это автоматизация его работы. Можно круглосуточно торговать, а можно упростить процесс, используя более простой алгоритм или более сложный.

— Нью-йоркский флэш-крэш произвел впечатление на наших регуляторов?

А. Р.: Строго говоря, высокочастотные трейдеры имели опосредованное отношение к флэш-крэшу.

Ю. М.: Не до конца разобрались — был ли это робот или группа лиц, до сих пор не ясно.

А. Р.: Вообще официальная версия, которая была озвучена, что это некий фонд, который слил, как потом выяснилось, порядка 9% среднедневного объема торгов в инструменте мини-фьючерсы — не так уж и много.

С. С.: Демонизировать алгоритмы не надо, люди тоже могут очень сильно ошибаться. Биржи тоже должны...

Ю. М.: ...в случае если по счету клиента брокера высокая частота выставления заявок, иметь право его отключить.

С. С.: Я не стал бы советовать отключать, потому что если биржа хочет зарабатывать и делать бизнес, то для этого она должна обеспечить непрерывность работы.

— Тот же флэш-крэш — вопрос, который задал регуляторы — как его эффект был усилен роботами?

Ю. М.: Недавно был локальный «флэш-крэш» по акциям ВТБ 24, акции сильно упали в течение нескольких секунд, но в том, что они в следующую минуту вернулись обратно, как раз есть заслуга роботов.

А. Р.: Они подхватили.

Ю. М.: Они быстрее могут понять, что на рынке что-то идет неправильно.

С. С.: Есть роботы-арбитражеры, они даже сглаживают, они находят неэффективность рынка и тут же убирают ее.

А. Р.: По-моему, американский флэш-крэш совершенно четко показал — убери высокочастотных роботов с рынка — будет флэш-крэш, потому что он произошел из-за того, что биржа вошла в медленный режим (режим непрерывной торговли сменяется мини-аукционами, которые проходят каждые 5-10 секунд — прим. ред.), а некоторое количество алгорит-

мистов-маркетмейкеров, увидев это, «подвесили» роботов. И рынок провалился.

Когда биржа заходит в такой медленный режим, она, с одной стороны, начинает концентрировать ликвидность, но, с другой стороны, на рынке что-то происходит, меняется режим исполнения, это дает брокерам возможность начать по-другому перенаправлять свои заявки. И вот произошло то, что биржа замедлила режим, маркетмейкеры это увидели и сразу откатились, а сверху навалился продавец объема, он продал, высокочастотные трейдеры все это схватили, спасибо им, они дали ту ликвидность, которая была необходима.

С. С.: Эти инструменты позволяют все это делать эффективно, быстро и надежно, но сам по себе принцип сглаживания рынка и предоставления ликвидности не родился в электронном трейдинге, автоматический алгоритм — это просто инструмент.

Ю. М.: Сейчас если брать алготрейдинг на нашем рынке, то по большому счету инструменты для ритейла на этом рынке — только акции Сбербанка, Газпрома и фьючерс на индекс РТС.

С. С.: Для институционалов, которые арбитражируют между российскими и нероссийскими площадками, а еще и валютами, инструментов, конечно, побольше. Я слышал об инструментах, алгоритмы которых связаны с облигациями. Как любой другой бизнес, этот постепенно будет укрупняться, становиться более профессиональным, и для того чтобы работать со сложными моделями, нужен будет дорогой софт, система.

### **Внебиржевая электронная торговля и dark-pools**

А. Р.: В лучшем случае какая-то часть заявок приезжает к брокеру в электронном виде, но исполнение внебиржевых сделок, наверное, на 100% неэлектронное.

С. С.: Есть стандарт общения, называется FIX-протокол, зарубежные эссет-менеджеры отдают какую-то часть на исполнение брокеру через сейлз-трейдинг, это тоже присылается в виде электронных сообщений, более того, отчет об исполнении тоже посылается электронно.

Ю. М.: Вы говорите о FIX-протоколе. А что по поводу Bloomberg?

С. С.: Есть масса способов коммуницировать, соответственно, даже при исполнении мы вполне можем договориться о цене, о комиссии. Но большая часть сделок по-прежнему совершается при звонках.

А. Р.: Станислав ближе к истине, какая-то часть заявок сегодня приезжает электронно, но исполнение все-таки в основном пока еще не электронное. Электронное исполнение — это когда электронная заявка приехала и наткнулась на электронную котировку маркетмейкера.

С. С.: Классическая внебиржевая торговля акциями — сейлз-трейдинг — это, конечно, когда получена заявка, трейдер посидел, подумал, что-то сделал и отчитался. Некой твердой котировки нет.

Ю. М.: На облигациях то же самое. А если говорить о более сложных инструментах, например, о собственных структурных нотах брокера и т.д., может быть CFD на некую неликвидную акцию. Мне кажется, что будущее в том, чтобы исполнение по таким бумагам тоже было электронным.

А. Р.: Приведу пример, как евробондами торгуют через Bloomberg: ты зашел на страницу брокера — своего инвестбанка, у которого ты зарегистрирован как клиент, ты видишь страницу с живой котировкой. Ты послал заявку — фактически нажал на кнопку и заключил сделку. Вот это электронное исполнение. Акциями так никто через Bloomberg не торгует.

— Сколько таких сделок заключается сейчас?

С. С.: По евробондам, наверное, меньше, чем 100%, поскольку есть еще голосовой трейдинг. У нас есть клиенты, которые торгуют валютой против наших котировок. Мы даем возможность ставить заявку в наш электронный стакан, которую потом либо другой клиент снимет, либо мы. В основном у нас это сейчас требуют наши зарубежные клиенты, эти продукты — ответ на неэффективность рынка.

Или они не могут напрямую приобрести актив, поэтому приобретают жестко привязанный к нему суррогат. Это все живет за рубежом. Например, в России после кризиса 1998 года была выпущена куча разнообразных нот на заблокированные и другие активы. Те же ноты на акции «Газпрома» до либерализации торгов. То же самое будет происходить электронно, и уже происходит. Это будет развиваться после DMA.

А. Р.: Если брокер хочет зарабатывать спред, то он должен давать такие сервисы, это самый главный драйвер.

Ю. М.: А каково будущее ECN (electronic communication network)?

А. Р.: Мне кажется, что для электронного бизнеса DMA — взял заявку у клиента и оправил на исполнение на электронную площадку, ММВБ и РТС потребности нормально закрывают.

Ю. М.: То есть когда брокеры задумаются о том, как бы им взять спред, они придут к мнению, что им бы ECN помогли?

А. Р.: Пока этот спред можно собирать через голосовой сейлз-трейдинг, люди, конечно, будут пытаться это делать. Следующий этап развития — каждый у себя внутри будет пытаться строить электронные системы внутреннего мэтчинга, это деньги, затраты. На Западе же строят.

Ю. М.: В рамках одного брокера стакан будет полупустым...

С. С.: Я согласен, один брокер вряд ли наполнит стакан, если только это не какой-нибудь глобальный брокер колоссального размера.

Ю. М.: Более сложные продукты всегда индивидуальные брокерские, и тут никакие ECN невозможны.

А. Р.: Возвращаясь к вопросу — стакан полон или пуст — это почти не имеет значения, потому что маркетмейкер — это всегда риск. Если ты хочешь зарабатывать спред, то обязан быть маркетмейкером.

Ю. М.: Маркетмейкерам может понадобиться ECN?

А. Р.: Через 5–7–10 лет каждый маркетмейкер у себя внутри что-то такое построит. Проблема в том, что регулирование на Западе уже сильно успело измениться. Если раньше регуляторы к внутривалютной интернализации относились достаточно спокойно, в лучшем случае требовали зарегистрироваться как интернализатор, да и то не всегда, то сейчас второй MiFID достаточно жестко ставит вопрос — если брокер занимается интернализацией, то при превышении определенного объема он должен регистрироваться не просто как интернализатор, а даже как MTF. Я не знаю, в каком виде это окончательно войдет в регулирование, сейчас собирается мнение участников, и раньше весны не ожидается финальной версии MiFID. Чувствуется давление регуляторов, чтобы в этом бизнесе было больше регулирования, прозрачности и организованности. В связи с этим думаю, что нашему рынку не удастся повторить тот же путь развития, который был там.

С. С.: У меня есть подозрение, что в ECN были заинтересованы в первую очередь агентские брокеры, которых появилась целая плеяда на рынке, они не пытаются брать спред, для них главное пропустить как можно больше потоков. — В России агентские брокеры отсутствуют как класс.

С. С.: Это не совсем так, у нас есть люди, которые хотят быть агентами, они пытаются сконцентрироваться на прозрачном исполнении. Например, RTS Standard позволяет брокерам быть чуть более агентскими, чем раньше.

Ю. М.: Иными словами, RTS Standard забрал у брокеров часть функций и часть заработка.

С. С.: Это и есть агент — ничего не делает, кроме выставления заявки и ее исполнения. При этом у него минимальные издержки на расчетную инфраструктуру, даже на риск-менеджмент не так много. Даже если мы говорили бы только о ММВБ и РТС и ничего бы не поменялось, все равно такого рода посредники начнут появляться. Можно делить спред без затрат на биржевую комиссию.

А. Р.: Если ты хочешь делить спред, то ты должен это делать в звене клиент-брокер-брокер-клиент, потому что по-другому он никак не делится.

— Как будет развиваться брокерский бизнес в условиях развития электронного трейдинга завтра?

Ю. М.: В электронной торговле, мне кажется, мы еще даже не подросток, а ребенок с точки зрения объемов, количества сделок, инструментов и методов. Мы обсуждали, как уже развился остальной мир, нам этого тоже не миновать в любом случае.

С. С.: Мелкие брокеры будут выходить в агентские, а крупные — тяготеть к whole sales. Все равно останутся и никуда не денутся брокеры, которые чисто на личных контактах имеют свою аудиторию, доверяющие им. Это уже помесь advisory и брокерского бизнеса.

А. Р.: Мы уже очень хорошо научились работать с таким специфическим видом электронного исполнения — DMA на бирже отработано отлично, биржи прекрасно работают. Не нужно забывать, что это не единственный вид электронного исполнения. Мне кажется, что в будущем будут развиваться другие способы исполнения. С какой скоростью — сложно прогнозировать, но думаю, что мы со 100%-ной вероятностью пойдем по этому пути.

С. С.: Согласен. Я уверен, что у электронной торговли большое будущее. Мы

---

считаем, что будет усложнение, сегментация рынка.

Ю. М.: Когда арендная плата на недвижимость возле ММВБ и РТС вырастет в десять раз, тогда уже можно будет говорить, что мы подросток. Ставки по аренде недвижимости, которая расположена вблизи зданий американских бирж, являются одними из самых высоких в мире. ▣

