



# Внебиржевые рынки: что это такое?

Рандалл Додд

**Ф**ИНАНСОВЫЕ рынки — это сложные организации со своими собственными экономическими и институциональными структурами, которые играют важнейшую роль в определении того, как устанавливаются, или «выявляются», цены. Эти факторы также определяют стабильность и упорядоченность рынка. Как обнаружили держатели непервоклассных облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами, и некоторых производных инструментов в месяцы после начала текущих потрясений в августе 2007 года, некоторые виды рынков могут очень быстро стать нестабильными, дезорганизованными или неработоспособными в иных отношениях.

Существует два основных способа организации финансовых рынков — биржа и внебиржевой рынок (ВБР), хотя некоторые последние электронные механизмы стирают эти традиционные различия.

## Торговля на бирже

Биржи, будь то фондовырынки или биржи по торговле производными инструментами, впервые возникли как места для проведения торговых операций. Наиболее известна Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE). Чикагский торговый совет торгует фьючерсными контрактами с 1851 года, и его недавнее слияние с давним конкурентом, Чикагской товарной биржей, привело к образованию крупнейшей в мире биржи производных инструментов. В развитых и развивающихся странах мира действует более 100 фондовых бирж и бирж производных инструментов.

Но биржа — это не только физическое месторасположение. Биржи устанавливают институциональные правила, регламентирующие торговые операции и обеспечивают средства для передачи информации и клиринговые механизмы, при помощи которых проводятся торговые операции и выполняются послеоперационные виды деятельности для всех ценных бумаг, обращающихся на бирже. На бирже централизуется процесс передачи сообщений о ценах покупателей и продавцов всем прямым участникам рынка, которые могут реагировать на них, продавая или покупая ценные бумаги по одной из указанных котировок или предлагая в ответ другие котировки. В зависимости от биржи, средством передачи информации может быть голос, знак рукой или электронное сообщение. Когда две стороны достигают соглашения, цена, по которой производится операция, передается по всему рынку. В результате складываются равные условия, позволяющие любому участнику рынка покупать по столь же низкой цене или продавать по столь же высокой цене, что и всем другим участникам, при условии, что такой трейдер соблюдает правила биржи.

Появление электронной торговли означает, что биржи не обязательно должны быть местами физического расположения. Действительно, многие традиционные торговые залы закрываются, и передача информации о приказах и их исполнении производится исключительно электронным путем. Лондонская фондовая биржа и фондовая биржа

NASDAQ являются полностью электронными, как и Eurex, вторая крупнейшая в мире биржа по торговле фьючерсами. Многие другие предлагают услуги как торгового зала, так электронной торговли, постепенно сокращая проведение операций в торговом зале. NYSE закупила трейдинговую платформу Archipelago и все больше переходит на электронную торговлю. Биржи производных инструментов, такие как Бразильская товарно-фьючерсная биржа (BM&F) и Группа ЧТБ, ведут торговые операции как через брокерские «птицы», так и в электронной форме.

## Внебиржевая торговля

В отличие от бирж, внебиржевые рынки никогда не были фактическими «местами». Они представляют собой менее формальные, хотя часто хорошо организованные сети торговых связей, в центре которых находится один или несколько дилеров. Дилеры выступают в качестве «маркет-мейкеров», устанавливая котировки, по которым они будут продавать (цены продавцов) или покупать (цены покупателей), для других дилеров, а также своих клиентов или заказчиков. Это не означает, что для других дилеров они устанавливают те же цены, которые они назначают клиентам, и они не обязательно устанавливают одинаковые цены для всех клиентов. Кроме того, дилеры внебиржевого рынка ценных бумаг могут устраниться от определения цен на рынке, что приводит к истощению ликвидности, то есть способности купить или продать ценную бумагу. Коротко говоря, внебиржевые рынки являются менее прозрачными и функционируют, следуя меньшему числу правил, чем биржи. Все ценные бумаги и производные инструменты, связанные с текущими финансовыми потрясениями, обращались на внебиржевых рынках.

Дилеры внебиржевого рынка передают свои котировки продавцов и покупателей и договариваются о ценах исполнения по телефону или, все чаще, при помощи мгновенных сообщений, хотя этот процесс часто дополняется использованием электронных информационных бюллетеней, в которых дилеры помещают свои котировки. Процесс ведения переговоров по телефону, как между клиентом и дилером, так и между дилерами, известен под названием двустороннего трейдинга, так как котировки или цены исполнения напрямую известны только двум участникам рынка. Другие участники рынка не причастны к этой операции, хотя некоторые брокерские рынки помещают объявления о ценах исполнения и размерах операций. Однако не все имеют доступ к брокерским дисплеям, и не все участники рынка могут торговаться по этой цене. Хотя процесс двусторонних переговоров часто является высокоавтоматизированным, трейдинговый механизм не считается обменом, так как он не открыт для всех участников в равной мере.

Внебиржевые рынки имеют, по существу, два аспекта. На **клиентском рынке** двусторонние торговые операции проводятся между дилерами и их клиентами, такими как физические лица или хеджевые фонды. На **междиллерском рынке** дилеры назначают цены друг для друга и могут быстро пере-

давать другим дилерам часть рисков, которые они несут при проведении торговых операций с клиентами, например, принимая большую, чем им хотелось бы, позицию по конкретной ценной бумаге. Дилеры могут напрямую связываться по телефону с другими дилерами и своими основными клиентами, так что участник рынка может позвонить одному дилеру, чтобы узнать котировку, повесить трубку и позвонить другому дилеру, затем третьему, за считанные секунды проверив котировки нескольких дилеров. Инвестор может позвонить по телефону несколько раз, с тем чтобы получить представление о рынке со стороны клиента. Но клиенты не имеют доступа к рынку операций между дилерами.

Некоторые внебиржевые рынки, особенно сегменты междилерского рынка, пользуются услугами брокеров, которые помогают участникам рынка получить более широкое представление о рынке. Дилеры посыпают котировки брокеру, который фактически транслирует эту информацию по телефону. Брокеры часто выпускают электронные информационные бюллетени, чтобы предоставить своим клиентам (дилерам) возможность мгновенно сообщать котировки всем другим дилерам, входящим в сеть данного брокера. Электронный бюллетень показывает цены продавцов, покупателей и иногда также цены исполнения. Как правило, конечные потребители не имеют доступа к брокерским дисплеям, и поэтому они обычно не получают полной информации об изменениях цен и спредах между курсами продавцов и покупателей на междилерском рынке. Иногда дилеры могут проводить торговые операции при помощи дисплея. В других случаях дисплеи выполняют лишь информационную функцию, и дилер должен проводить операции через брокера или звонить другим дилерам напрямую, чтобы выполнить торговую операцию. Кроме того, дилеры могут звонить брокерам и другим дилерам напрямую, чтобы объявлять котировки и узнавать котировки, которые не значатся на дисплеях электронных бюллетеней брокеров.

Прогресс в разработке электронных трейдинговых платформ изменил процесс проведения торговых операций на многих внебиржевых рынках, и это иногда стирает различие между традиционными внебиржевыми рынками и биржами. В некоторых случаях электронные брокерские платформы позволяют дилерам и некоторым другим участникам рынка, не являющимся дилерами, представлять котировки напрямую в электронную систему и исполнять торговые операции напрямую через нее. Это имитирует многосторонние торговые операции, которые являются отличительной чертой биржи — но только для прямых участников. В отличие от биржи, где каждый участник обменной операции имеет доступ к системе, в этих электронных механизмах может предусматриваться дифференцированный подход к участникам, в зависимости, к примеру, от их размеров или кредитного рейтинга. Кроме того, клиринг и расчеты по торговым операциям по-прежнему остаются обязанностью покупателя и продавца, в отличие от биржевых сделок, при которых торговые операции балансируются и гарантируются биржей.

## Внебиржевые рынки и финансовый кризис

Архитектура внебиржевых рынков помогает объяснить, почему облигации, обеспеченные долговыми обязательствами (в которых риск, связанный с базовыми активами, разделяется на несколько частей, каждая из которых продается отдельно),

и другие структурированные ценные бумаги оказались проблематичными в ходе текущего кризиса. Проблемы возникли также в связи с производными кредитными инструментами, коммерческими цennыми бумагами, муниципальными облигациями и секьюритизированными студенческими ссудами. Все они продавались на внебиржевом рынке, которые были ликвидными и хорошо работали в обычные времена. Но они не смогли продемонстрировать устойчивость по отношению к рыночным потрясениям и стали неликвидными и неработоспособными. Это привело к двум серьезным осложнениям: неспособности оценить стоимость своих активов и неспособности продать их.

*В отсутствие ликвидных и упорядоченных рынков не существует процесса выявления цен и, как следствие, отсутствует простой и четкий способ оценки стоимости ценных бумаг.* Одна из проблем, с которой продолжают сталкиваться финансовые учреждения, такие как коммерческие банки и инвестиционные фирмы, заключается в сложности выполнения требований по раскрытию и представлению информации в отсутствие рыночных цен, которые можно было бы использовать для оценки активов и позиций по производным инструментам. Помимо того, что рыночные цены отсутствуют, зачастую не существует и контрольных цен

(то есть цен на активы, аналогичные тем, стоимость которых нужно определить). В итоге активы, которые ранее оценивались по рыночной цене (или, по крайней мере, по эквивалентной контрольной цене) теперь рассчитываются на основе моделей без адекватных данных. Повышенный упор на такие стоимостные оценки еще больше подрывает доверие рынка, так как участники не знают стоимости своих собственных активов и активов других сторон.

*Дилеры, столкнувшись с дефицитом финансирования в своих балансах и имея избыточное количество неликвидных активов на другой стороне баланса, ушли с рынков.* Резкое повышение изменчивости привело к тому, что продолжать выступать в роли маркет-мейкера стало особенно опасно и «накладно». С уходом дилеров перестали проводиться торговые операции, особенно с такими цennыми бумагами, как облигации, обеспеченные долговыми обязательствами, муниципальные облигации и производные кредитные инструменты. Без покупателей инвесторы не могли уменьшить убытки, продав убыточные позиции, и они не могли продать эти позиции, чтобы удовлетворить требования по предоставлению большого залогового обеспечения по ссудам, за счет которых финансировались другие активы. Таким образом, неликвидность на внебиржевых рынках стала одной из причин, обусловивших глубину и широту финансового кризиса.

Многие из этих рынков не вернулись в нормальное операционное состояние. Центральные банки предоставили рынку дополнительные средства (ликвидность финансирования), но они не могут напрямую восстановить готовность покупателей и продавцов торговать цennыми бумагами (торговую ликвидность). Если директивные органы не примут мер по улучшению практики установления цен дилерами внебиржевого рынка, может пройти долгое время, прежде чем условия позволят вернуться к тому уровню торговой ликвидности, который существовал до лета 2007 года. ■

Рандалл Додд — советник в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала.